

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Hodnocení finanční výkonnosti společnosti ve stavebním průmyslu
Evaluation of Financial Performance of a Company in the Construction Industry

Student: Bc. Júlia Gajdošová
Vedoucí diplomové práce: Prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2013

Zadání diplomové práce

Student:

Bc. Júlia Gajdošová

Studijní program:

N6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor:

6202T010 Finance

Specializace:

00 Finance

Téma:

Hodnocení finanční výkonnosti společnosti ve stavebním průmyslu
Evaluation of Financial Performance of a Company in the Construction
Industry

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Popis metodiky hodnocení finanční výkonnosti
3. Analýza finanční výkonnosti vybrané společnosti
4. Zhodnocení výsledků
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 80-86929-44-6.

KIESO, D.E., P.D. KIMMEL a J.E.J. WEYGANDT. *Financial Accounting: tools for business decision making*. 5th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009. 717 p. ISBN 978-0-470-23980-3.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

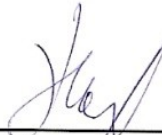
Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 23.11.2012

Datum odevzdání: 26.04.2013



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 26.4.2013

.....
Júlia Gajdošová

PodĎakovanie

Chcela by som poďakovať vedúcej diplomovej práce pani dekanke Dane Dluhošovej za jej trpezlivosť, pomoc a odborné rady, ktoré mi poskytla v priebehu písania tejto diplomovej práce.

Obsah

1 Úvod.....	3
2 Popis metodiky hodnotenia finančnej výkonnosti.....	5
2.1 Charakteristika výkonnosti podniku.....	5
2.2 Meranie výkonnosti podniku prostredníctvom tradičných ukazateľov	6
2.2.1 Analýza absolútnych ukazovateľov	6
2.2.2 Analýza pomerových ukazovateľov	8
2.2.3 Pyramídové rozklady ukazovateľov rentability	15
2.2.4 Súhrnné indexy hodnotenia.....	17
2.3 Meranie výkonnosti podniku prostredníctvom moderných ukazateľov	26
2.3.1 Ekonomická pridaná hodnota – EVA.....	27
2.3.2 Určovanie nákladov kapitálu.....	29
2.3.3 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA	33
2.3.4 Analýza citlivosti.....	35
3 Analýza finančnej výkonnosti vybraného podniku.....	36
3.1 Charakteristika spoločnosti Metrostav a.s	36
3.2 Analýza tradičných ukazovateľov merania výkonnosti	38
3.2.1 Analýza absolútnych ukazovateľov	38
3.2.2 Analýza pomerových ukazovateľov	45
3.2.3 Pyramídový rozklad rentability vlastného kapitálu	52
3.2.4 Súhrnné indexy hodnotenia.....	55
3.3 Analýza finančnej výkonnosti podniku pomocou ukazovateľa EVA	57
3.3.1 Výpočet nákladov na kapitál (WACC).....	57
3.3.2 Výpočet ukazovateľa EVA	60
3.3.3 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA	61

3.3.4 Analýza citlivosti vplyvov	68
3.3.5 Porovnanie niektorých vybraných ukazovateľov finančnej analýzy s odvetvím....	72
4 Zhodnotenie výsledkov.....	76
5 Záver.....	82
Zoznam použitej literatúry	84
Zoznam použitých skratiek	86
Zoznam príloh	89

1 Úvod

Súčasnne prebiehajúca globalizácia sa vyostruje do konkurencie na národnej i medzinárodnej úrovni, pričom dochádza k rôznym formám integrácií. Podniky si uvedomujú existenciu otvorených trhov a rastúce konkurenčné tlaky. Veľký dôraz sa tak kladie na sledovanie dlhodobej prosperity podniku a núti manažment efektívne rozpoznávať činnosti vytvárajúce hodnotu pre podnik. Ako hlavný cieľ moderného podnikania už dávno nie je maximalizácia účtovného zisku, ale snaha o zvyšovanie výkonnosti, teda konkurencieschopnosti podniku. Tá je podmienená realizáciou rôznych rozvojových aktivít. Pokiaľ chce byť firma konkurencieschopná, musí dosahovať lepších výsledkov, než sú náklady obetovanej príležitosti, ale zároveň i lepších výsledkov ako dosahuje konkurencia.

Výkonnosť podniku preto tvorí základ v procese hodnotenia úspešnosti podniku. Je považovaná za všeobecnú mieru úsilia jednotlivca a dáva do vzájomného pomeru prínosy. Analýza finančnej výkonnosti je zásadná pre riadenie hodnoty spoločnosti, a pre jej meranie sa používa celá rada prístupov.

Tradičné prístupy k meraniu výkonnosti sú momentálne nedostačujúce, poskytujú iba retrospektívny pohľad na konkurenčné postavenie podniku a podávajú jeho krátkodobý vývoj. Nedávajú však informácie o tom, z akého dôvodu podnik dosiahol určitých výsledkov, alebo v ktorých oblastiach by sa mal zlepšiť. Rovnako tak nezohľadňujú riziká, ani nemajú dostatočnú vypovedajúcu schopnosť, preto je dôležité tieto klasické ukazovatele doplniť o ďalšie perspektívnejšie.

Medzi ne radíme moderné prístupy k meraniu výkonnosti podniku. Najznámejším ukazovateľom je EVA, teda ekonomická pridaná hodnota. Zohľadňuje koncepciu Shareholder Value vychádzajúcej z hodnoty, ktorú podnik vytvára pre jeho vlastníkov.

Cieľom diplomovej práce je posúdiť finančnú výkonnosť spoločnosti Metrostav a.s. za obdobie 2007 – 2011 prostredníctvom tradičných prístupov a pomocou ekonomickej pridanej hodnoty.

Diplomovú prácu tvorí päť kapitol, pričom prvá odpovedá úvodu a posledná je záverom práce.

V druhej časti je popísaná metodika hodnotenia finančnej výkonnosti, teda jednotlivé prístupy k jej meraniu.

V tretej časti sú aplikované teoretické poznatky na konkrétny podnik Metrostav a.s. za obdobie 2007 – 2011.

Štvrtá kapitola obsahuje komplexné zhodnotenie finančnej výkonnosti a navrhnuté odporúčania pre vybranú spoločnosť. Informácie potrebné k výpočtom sú získané z výročných správ spoločnosti Metrostav a.s. a z analýz Ministerstva priemyslu a obchodu Českej republiky.

2 Popis metodiky hodnotenia finančnej výkonnosti

Táto kapitola je zameraná na popis metodiky a jednotlivých prístupov hodnotenia finančnej výkonnosti. Hlavné informácie v tejto kapitole sú čerpané predovšetkým z literatúry Dluhošová (2010), Grünwald, Holečková (2007) a Kislingerová (2010).

Finančná výkonnosť podniku je neoddeliteľnou súčasťou finančného riadenia. Činnosť podnikov je veľmi ťažká, hlavne v dnešnom urýchlennom svete. Podnikateľské aktivity si vyžadujú obrovskú sústredenosť a obozretnosť voči silnej konkurencii. Trh si žiada maximálny výkon, dokonalé prispôsobenie a pozitívny výhľad do budúcnosti, preto je výkonnosť podniku veľmi aktuálnou témou. V posledných rokoch sa finančná teória spája s novými trendmi v podnikateľskej sfére. Momentálne vzniká potreba sledovať dlhodobú prosperitu podniku. Investori, akcionári a vrcholoví manažéri už nemajú záujem o krátkodobo dosahovanú výkonnosť.

Merať finančnú výkonnosť podniku môžeme pomocou tradičných a moderných ukazovateľov, ktoré budeme charakterizovať v nasledujúcej časti.

2.1 Charakteristika výkonnosti podniku

Výkonnosť podniku opisuje schopnosť ekonomického subjektu čo najlepšie zhodnotiť investície vložené do jeho podnikania. Analýza celkovej finančnej výkonnosti podniku sa zaoberá fundamentálnou ekonomickou analýzou a technickou ekonomickou analýzou, teda je to miera dosahovaných výsledkov jednotlivcami, skupinami, organizáciami a procesmi. Riadenie výkonnosti predstavuje spôsob riadenia a motivácie pracovníkov na základe cieľov, ktoré sú charakterizované pomocou kvantitatívnych výkonových ukazovateľov. Medzi ne nepatria len finančné ukazovatele, ale i uspokojenie zákazníkov, kvalita výstupu, dĺžka inovačného cyklu, priebežná procesná doba a pod. Finančnú podnikateľskú výkonnosť môžeme hodnotiť z rôznych pohľadov. Vlastníci, manažéri i zákazníci sa na danú problematiku pozerajú inak. Majitelia podnikov považujú za výkonnú tú, ktorá je schopná dosiahnuť zhodnotenie kapitálu v najvyššej možnej miere a v najkratšej dobe. Manažéri ju označujú za výkonnú, pokiaľ je prosperujúca a má stabilný podiel na trhu. Firma, ktorá vie odhadnúť potreby zákazníkov, predloží potrebný produkt v dobrej kvalite, je výkonná z pohľadu zákazníkov.

Výkonnosť vo svojej podstate zachytáva všetky oblasti podnikových činností, ktoré je nutné zhromaždiť tak, aby výsledkom bol fungujúci a prosperujúci podnik. Každý

majiteľ podniku verí v jeho dlhodobú existenciu. Skúmanie finančnej výkonnosti uskutočňujeme pomocou tradičných, ale i moderných ukazovateľov.

2.2 Meranie výkonnosti podniku prostredníctvom tradičných ukazovateľov

Tradičné, teda účtovné ukazovatele výkonnosti sú založené na získavaní informácií dosiahnutých v minulosti a neposkytujú objektívny pohľad na potenciálny rast do budúcnosti. Vychádzajú predovšetkým z maximalizácie zisku, ktorý predstavuje základný cieľ podnikania.

Medzi tradičné ukazovatele finančnej výkonnosti podniku patria predovšetkým ukazovatele absolútnej hodnoty zisku, hotovostných tokov a ukazovatele rentability. Jednotlivé modifikácie zisku používame pri počítaní s pomerovými ukazovateľmi. Medzi tieto zisky radíme:

- **EBDIT** (Earnings before Depreciation, Interest and Taxes) zisk pred úhradou odpisov, úrokov a daní,
- **EBIT** (Earnings before Interest and Taxes) zisk pred úrokmi a zdanením,
- **EBT** (Earnings before Taxes) zisk pred zdanením, nazývaný ako hrubý zisk,
- **EAT** (Earnings after Taxes) čistý zisk,
- **EAR** (Earnings Retained) nerozdelený zisk.

Meranie výkonnosti pomocou tradičných ukazovateľov vychádza najmä z finančných ukazovateľov. Dôležitú úlohu pripisujeme hlavne finančnej analýze a to konkrétne ukazovateľom rentability, aktivity, zadlženosti, likvidity a kapitálového trhu. Pri meraní výkonnosti podniku využívame i analýzu absolútnych ukazovateľov a analýzu sústav ukazovateľov. Veľkým problémom a nedostatkom tradičných ukazovateľov je, že nezohľadňujú časovú hodnotu peňazí, ale hlavne riziko.

2.2.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

Pri počítaní s absolútnymi ukazovateľmi sa využívajú vstupné informácie hlavne z účtovných výkazov, ako výkaz ziskov a strát a taktiež súvaha. Môžeme rozlišovať veličiny stavové alebo tokové, v závislosti či vyjadrujú určitý stav, alebo podávajú informácie za určitý časový interval. Obvykle sa zisťujú i relatívne, teda percentuálne zmeny. Súčasťou finančnej analýzy je spracovanie horizontálnej a vertikálnej analýzy absolútnych ukazovateľov.

Horizontálna analýza výkazov

Horizontálna analýza sa zaoberá skúmaním zmien absolútnych ukazovateľov v čase. Tieto položky sa menia o určitú hodnotu oproti minulému obdobiu, ktorú zisťujeme prostredníctvom indexov, ako napríklad bázičský alebo reťazový index. Dôležité je zamerať sa na pohyby jednotlivých veličín a zistiť ich intenzitu. Túto hodnotu môžeme vyjadriť v percentách a zároveň v absolútnych hodnotách. Pri výpočte a interpretácii je nutné brať do úvahy infláciu, ktorá môže tieto výsledky skresliť.

Výpočet horizontálnej analýzy: horizontálnu analýzu môžeme vypočítať dvoma spôsobmi.

Prvý spôsob je, že ju môžeme vyjadriť ako rozdiel hodnôt z oboch po sebe plynúcich rokov (absolútna výška zmeny)

$$\text{absolútna zmena} = \text{hodnota}_t - \text{hodnota}_{t-1} \quad (2.1)$$

Druhým spôsobom ju počítame percentom k hodnote základného roku

$$\text{percentuálna zmena} = \frac{\text{absolútna zmena}}{\text{hodnota}_{t-1}} (\%), \quad (2.2)$$

pričom hodnota_t je hodnota ukazovateľa bežného obdobia, hodnota_{t-1} je hodnota ukazovateľa v základnom období.

Vertikálna analýza výkazov

Vertikálnu analýzu je možno nazvať ako percentný rozbor. Táto analýza určuje jednotlivé položky účtovných výkazov ako percentný podiel na určitú celkovú hodnotu, ku ktorej sa jednotlivé položky vzťahujú. Vertikálnou analýzou sa nazýva preto, lebo pracuje s účtovnými výkazmi v jednotlivých rokoch v smere zhora nadol, nie naprieč jednotlivými rokmi. Táto metóda je použiteľná aj pre porovnanie viacerých podnikov medzi sebou a i v prípade, že sa budú veľkostne líšiť. Podmienkou je však to, že musia podnikat' v rovnakom obore. Taktiež je možné pri využití tejto metódy sledovať vývoj štruktúry za dlhšie časové obdobie.

Výpočet vertikálnej analýzy:

$$\text{podiel na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i} (\%), \quad (2.3)$$

kde U_i je hodnota jednotlivého ukazovateľa, $\sum U_i$ je súčet hodnôt jednotlivých ukazovateľov.

2.2.2 Analýza pomerových ukazovateľov

Pre finančnú analýzu sú najúčinnnejším nástrojom pomerové ukazovatele. Zisťovanie finančného zdravia je dôležitým krokom k vytvoreniu perspektívneho podniku. Vhodné je využívať vybrané pomerové ukazovatele finančnej analýzy a aplikovať ich v sledovaných rokoch. Pri ich aplikácii vychádzame predovšetkým z výkazov a jednotlivé položky alebo skupiny položiek, ktoré sú uvedené v týchto výkazoch, sú vo vzájomných pomeroch. Pomerové ukazovatele sú dané podielom dvoch rôznych položiek, medzi ktorými musí existovať vzájomná súvislosť.

Pri pomerovej analýze využívame základné skupiny pomerových ukazovateľov: ukazovatele rentability, ukazovatele aktivity, ukazovatele finančnej stability a zadlženosti, ukazovatele kapitálového trhu. Jednotlivé položky hlavných účtovných výkazov podniku sú v určitých pomeroch, v závislosti od toho čo chceme vypočítať. Podnik je veľmi zložitý, a pre jeho dlhodobé fungovanie je nutné zistiť rentabilitu, likviditu a zadlženosť. Pre stanovenie takýchto dôležitých informácií nám nevystačí iba jeden ukazovateľ, ale využívame súbor viacerých ukazovateľov, teda sústavu ukazovateľov.

Finančná analýza je zložitý postup, ktorý pomocou pomerových ukazovateľov prebieha v určitých krokoch: výpočet pomerových ukazovateľov, porovnávanie pomerových ukazovateľov s odvetvovými priemermi, hodnotenie vypočítaných ukazovateľov v čase a hodnotenie ich vzájomných vzťahov medzi sebou, a v neposlednej miere i návrh na opatrenie.

Ukazovatele rentability

Ukazovatele rentability komplexne informujú o úspešnosti podnikateľskej činnosti. Sú zostavované ako pomer určitej modifikácie zisku k porovnávajúcej základni.

K najsledovanejším a najdôležitejším ukazovateľom patrí rentabilita alebo výnosnosť vloženého kapitálu. Meria schopnosť podniku vytvárať nové zdroje

a dosahovať zisk. Pričom je základným kritériom hodnotenia rentability. Pri zisťovaní rentability podniku využívame rôzne ukazovatele, medzi ktoré patria: rentabilita celkového kapitálu, rentabilita vlastného kapitálu, rentabilita investovaného kapitálu, rentabilita tržieb, rentabilita nákladov.

Vo všeobecnosti tieto ukazovatele nazývame *výkazové pomerové ukazovatele*, ktoré sa používajú pre hodnotenie celkovej efektívnosti činnosti. Konštrukcia týchto ukazovateľov sa môže meniť v závislosti na vloženom kapitále a zisku.

Rentabilita je obecné definovaná ako podiel zisku a vloženého kapitálu, pričom jej najvšeobecnejší tvar môžeme zapísať ako

$$\frac{\text{výnos}}{\text{vložený kapitál}}$$

Rentabilita celkového kapitálu - ROA (Return on Assets)

Daný ukazovateľ konfrontuje výsledok podnikateľskej činnosti s objemom vloženého kapitálu. Dáva do pomeru zisk s celkovými investovanými aktívami. Neberie pritom do úvahy, z akých zdrojov sú aktíva financované. Výnosnosť nie je závislá na štruktúre aktív a ani na úrokovej a daňovej sadzbe. Požadované výsledky sa dajú dosiahnuť pomocou efektívnej alokácie kapitálu a hospodárneho využívania majetku.

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktíva} (\%), \quad (2.4)$$

kde *EBIT* predstavuje zisk pred úrokmi a zdanením.

Rentabilita vlastného kapitálu – ROE (Return on Equity)

Rentabilita vlastného kapitálu sa využíva pre zistenie výnosnosti vlastných zdrojov. Daný ukazovateľ tak určuje celkovú výnosnosť vlastných zdrojov vložených vlastníckmi. Čistý zisk sa používa pre jeho výpočet, takže do značnej miery je práve týmto ziskom ovplyvňovaný. Ukazovateľ vyjadruje koľko čistého zisku pripadá na 1 Kč vlastného kapitálu. Dynamika zhodnotenia vlastného kapitálu by mala byť vyššia ako dynamika zhodnotenia celkového kapitálu. Je možné ho vyjadriť vzťahom

$$ROE = \frac{EAT}{VK} (\%), \quad (2.5)$$

kde *EAT* predstavuje čistý zisk, *VK* je vlastný kapitál.

Rentabilita dlhodobého investovaného kapitálu – ROCE (Return on Capital Employed)

Ukazovateľ ROCE využívame pri medzi podnikovom porovnávaní, pričom hodnotí dlhodobé investovanie. Meria tak všeobecnú efektívnosť vloženého kapitálu, či už z vlastných alebo cudzích zdrojov. Môžeme ho určiť ako

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + CK_{dlhodobý}} (\%), \quad (2.6)$$

kde $EBIT$ je zisk pred úrokmi a zdanením, VK je vlastný kapitál a $CK_{dlhodobý}$ predstavuje cudzí kapitál dlhodobý.

Rentabilita tržieb - ROS (Return on Sales)

„Ukazovateľ slúži k posúdeniu rentability, je však vhodný najmä pre zrovnávanie v čase a medzi podnikové porovnávanie. Býva doplnkovým ukazovateľom nákladovosti, ako je podiel celkových nákladov a tržieb. Jeho nízka úroveň dokumentuje chybné riadenie firmy, stredná úroveň je znakom dobrej práce managementu firmy a vysoká úroveň ukazovateľa ukazuje na nadpriemernú úroveň firmy.“¹

U ziskového rozpätia určujeme dve podoby, a to

$$\text{prevádzkové ziskové rozpätie} = \frac{EBIT}{T} (\%), \quad (2.7)$$

kde $EBIT$ je zisk pred úrokmi a zdanením, T sú tržby.

$$\text{Čisté ziskové rozpätie} = \frac{EAT}{T} (\%), \quad (2.8)$$

pričom EAT je čistý zisk, T sú tržby.

Rentabilita nákladov

Doplnkovým ukazovateľom rentability tržieb je ukazovateľ rentability nákladov. Čím je rentabilita nákladov vyššia, tým nižšie budú vložené náklady a firma dosiahne vyššieho zisku.

Tento ukazovateľ vyjadruje podiel čistého zisku na celkových nákladoch podniku. Udáva koľko Kč čistého zisku získa podnik ak vloží 1 Kč celkových nákladov. Daný vzťah vyjadríme ako

¹ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008.

$$ROC = \frac{EAT}{\text{Celkové náklady}} (\%), \quad (2.9)$$

pričom *EAT* je čistý zisk.

Ukazovatele zadlženosti

Podniky pre svoju činnosť využívajú predovšetkým cudzí lacnejší kapitál, čo znamená ale vysoké riziko. Firma sa môže príliš zadlžiť a nebude schopná splácať svoje záväzky. I v prípade, že je zadlženosť vysoká, nie vždy to pre firmu znamená niečo zlé. Zadlženosť ovplyvňujú viaceré faktory, ako napríklad miera zisku, stabilita inkasa, druh odvetvia, v ktorom podnik pracuje, úverové podmienky, a preto sa jej optimálna výška nedá presne určiť. Každý podnik, ktorý využíva cudzí kapitál si však musí ustrážiť, aby výnosnosť celkového vloženého kapitálu bola vyššia ako je úrok platený z cudzieho kapitálu.

Celková zadlženosť

Tento ukazovateľ je nazývaný tiež ako *ukazovateľ veriteľského rizika*, ktorý vyjadruje pomer celkových záväzkov k celkovým aktívam. Čím je vyššia hodnota tohto ukazovateľa, tým je vyššia zadlženosť podniku. Celková zadlženosť ide vyjadriť vzťahom

$$\text{Ukazovateľ celkovej zadlženosti} = \frac{CK}{A} (\%), \quad (2.10)$$

kde *CK* predstavuje cudzí kapitál, *A* sú aktíva.

Podiel vlastného kapitálu na aktívach

Daný ukazovateľ je používaný len ako doplnkový ukazovateľ k ukazovateľu celkovej zadlženosti. Vyjadruje pomer vlastného kapitálu k celkovým aktívam a určuje do akej miery je podnik schopný kryť svoj majetok vlastnými zdrojmi. Optimálna hodnota tohto ukazovateľa by sa mala nachádzať v rozmedzí 30 - 60%. Zvyšovanie ukazovateľa znamená, že sa finančná stabilita podniku zvyšuje, ale príliš vysoká hodnota môže mať za následok spomalenie tempa rastu firmy.

$$\text{Podiel vlastného kapitálu na aktívach} = \frac{VK}{\text{Celkové aktíva}} (\%), \quad (2.11)$$

kde *VK* predstavuje vlastný kapitál.

Majetkový koeficient (finančná páka)

Finančná páka určuje ako môžeme zvýšiť rentabilitu vlastného kapitálu pomocou cudzieho kapitálu. Určuje koľko Kč aktív pripadá na 1 Kč vlastného kapitálu. Pokiaľ má podnik stabilné a pravidelné tržby, môže si dovoliť použiť vyššiu finančnú páku ako podnik, u ktorého sú zisky a tržby premenlivé. Vypočítame ju ako

$$\text{Finančná páka} = \frac{\text{Celkové aktíva}}{\text{Vlastný kapitál}} (\%) \quad (2.12)$$

Ukazovateľ úrokového krytia

Daný ukazovateľ vyjadruje koľkokrát zisk pred úrokmi a zdanením prevyšuje úrokové platby. Priemerná hodnota tohto ukazovateľa je 8, kedy je podnik bezproblémový. Ak hodnota klesne pod 3, je nutné urobiť v podniku isté opatrenia. Zisk je nulový a podnik zarobí len na úroky, pokiaľ sa hodnota rovná 1. Ak je však hodnota nižšia než 1, podnik nezarobí ani na úroky. Ukazovateľ vyjadríme rovnicou

$$\text{Úrokové krytie} = \frac{EBIT}{\text{Úroky}}, \quad (2.13)$$

kde *EBIT* predstavuje zisk pred úrokmi a zdanením.

Ukazovateľ úrokového zaťaženia

„Vyjadruje akú časť celkového vytvoreného efektu odčerpávajú úroky. Pokiaľ má podnik dlhodobu nízke úrokové zaťaženie, môže si dovoliť vyšší podiel cudzích zdrojov.“² Úrokové zaťaženie vyjadríme ako

$$\text{Úrokové zaťaženie} = \frac{\text{Úroky}}{EBIT}, \quad (2.14)$$

kde *EBIT* je zisk pred úrokmi a zdanením.

Ukazovateľ zadlženosti vlastného kapitálu

Týmto ukazovateľom sa vyjadruje pomer celkových záväzkov k vlastnému kapitálu. Optimálna hodnota by sa mala nachádzať medzi 80% až 120 %. Zadlženosť vlastného kapitálu môžeme určiť vzťahom

² DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008.

$$\text{Zadlženost' vlastného kapitálu} = \frac{\text{Celkové záväzky}}{\text{Vlastný kapitál}} (\%) \quad (2.15)$$

Ukazovatele aktivity

Tieto ukazovatele sú využívané predovšetkým na riadenie aktív. Kvantifikujú ako účinne, intenzívne a rýchlo dokáže podnik využiť svoj majetok. Taktiež informujú ako podnik využíva svoje jednotlivé majetkové časti a či disponuje kapacitami, ktoré nie sú zatiaľ ním príliš využívané. Ukazovatele aktivity predstavujú jeden zo základných činiteľov efektívnosti. Z technického hľadiska je aktivita členená na dva typy ukazovateľov:

- **Rýchlosť obratu-** vyjadruje počet obrátok, to znamená koľkokrát sa určitá položka alebo skupina položiek obráti v tržby, respektíve premení do inej položky za určité obdobie.
- **Doba obratu-** vyjadruje dĺžku obdobia, ktoré je nutné k uskutočneniu jedného obratu.

Obrat celkových aktív

Komplexný ukazovateľ merajúci efektívnosť využívania celkových aktív. Vyjadruje, koľkokrát sa celkové aktíva obrátia do tržieb za rok. Rast tohto ukazovateľa znamená efektívnejšie využitie aktív, ide o priaznivý jav.

$$\text{Obrat celkových aktív} = \frac{\text{Tržby}}{\text{Celkové aktíva}} \quad (2.16)$$

Doba obratu aktív

Obrátená hodnota ukazovateľa obratu aktív vyjadruje dobu obratu. Ukazovateľ vyjadruje, za ako dlho dôjde k obratu celkových aktív vo vzťahu k tržbám. Pozitívne je čo najkrajšia doba obratu. Hodnota je daná obratom fixného a pracovného kapitálu, čím je podiel fixných aktív vyšší, tým je i hodnota ukazovateľa vyššia. Je ovplyvnený tiež dynamikou tržieb.

$$\text{Obrat celkových aktív} = \frac{\text{Celkové aktíva}}{\text{Tržby}} \cdot 360 \quad (2.17)$$

Doba obratu zásob

Ukazovateľ udáva počet dní, po ktoré sú zásoby viazané v podnikaní. Určuje priemerný časový interval, ktorý zásoby „strávia“ v podniku do doby predaja (ide

o výrobky, tovar či nedokončenú výrobu). Považuje sa za ukazovateľ intenzity využitia zásob.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{Zásoby}{Tržby} \cdot 360 \quad (2.18)$$

Doba obratu pohľadávok

Určuje počet dní, po ktoré sa majetok podniku vyskytuje vo forme pohľadávok, alebo za aké obdobie sú pohľadávky splatené. Ukazovateľ má význam predovšetkým v podmienkach obchodného úveru, preto sa jeho výpočet obmedzuje na pohľadávky z obchodného styku a tržby musíme znížiť o predaj za hotové.

$$Doba\ obratu\ pohľadávok = \frac{Pohľadavky}{Tržby} \cdot 360 \quad (2.19)$$

Doba obratu záväzkov

Pomocou tohto ukazovateľa posudzujeme platobnú disciplínu podniku voči dodávateľom. Určuje dobu trvania úhrady záväzkov od okamžiku jeho vzniku. Tiež ukazuje dobu v dňoch, po ktoré ostávajú záväzky neuhradené.

$$Doba\ obratu\ záväzkov = \frac{Záväzky}{Tržby} \cdot 360 \quad (2.20)$$

Ukazovatele likvidity

Ukazovatele likvidity odvodzujú platobnú schopnosť podniku od pomeru medzi krátkodobými obežnými aktívami, ako najlikvidnejšou skupinou aktív, a krátkodobými pasívami splatnými v blízkej budúcnosti. V nadväznosti na odstupňovanie likvidnosti obežného majetku sa rozlišujú tri stupne likvidity podniku:

- **Bežná likvidita** (likvidita 3. stupňa),
- **Pohotová likvidita** (likvidita 2. stupňa),
- **Okamžitá likvidita** (likvidita 1. stupňa).

Bežná likvidita

Tento ukazovateľ vyjadruje, koľkokrát pokrývajú obežné aktíva krátkodobé dlhy podniku. To znamená, koľkokrát je podnik schopný uspokojiť svojich krátkodobých veriteľov, keby premenil všetok krátkodobý obežný majetok na hotovosť. Hodnota tohto ukazovateľa by sa mala pohybovať v intervale 1,5 až 2,5.

$$\text{Bežná likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva}}{\text{Krátkodobé záväzky}} \quad (2.21)$$

Pohotovú likvidita

Tento ukazovateľ vychádza z prostriedkov 1. a 2. stupňa likvidnosti, vylučuje najmenej likvidnú časť obežných aktív, teda zásoby. Dáva do pomeru pohotové obežné aktíva a krátkodobé dlhy a testuje tak inkasné riziko. Pohotovú likvidita by sa mala nachádzať v rozmedzí intervalu 1 – 1,5.

$$\text{Pohotovú likvidita} = \frac{\text{Obežné aktíva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé záväzky}} \quad (2.22)$$

Okamžitú likvidita

Ukazovateľ vyjadruje okamžitú splatnosť krátkodobých záväzkov. Peniaze v hotovosti, na účtoch a šeky sú súčasťou pohotových platobných prostriedkov. Taktiež tu ale zaraďujeme i formy finančných rezerv, napríklad zmenkové pohľadávky, niektoré druhy cenných papierov a iné. Doporučená hodnota daného ukazovateľa by sa mala nachádzať v intervale 0,6 – 1,1.

$$\text{Okamžitú likvidita} = \frac{\text{Pohotovú platobné prostriedky}}{\text{Krátkodobé záväzky}} \quad (2.23)$$

Dôležitými ukazovateľmi pomerovej analýzy sú tiež rozdielové ukazovatele, ktoré sú neoddeliteľnou súčasťou analýzy likvidity. Do rozdielových ukazovateľov zaraďujeme *Čistý pracovný kapitál*. Ten určuje časť obežného majetku, ktorý sa v priebehu časového okamžiku (spravidla 1 rok) premení na hotovostné peňažné prostriedky. Čistý pracovný kapitál je tak dlhodobým finančným krytím časti obežného majetku podniku. Vyčísliť ho môžeme vzťahom

$$\text{Čistý pracovný kapitál} = \text{Obežné aktíva} - \text{Krátkodobé záväzky} \quad (2.24)$$

Výška čistého pracovného kapitálu a jeho rast určujú finančnú a investičnú činnosť podniku a taktiež i jeho úspešnosť.

2.2.3 Pyramídové rozklady ukazovateľov rentability

„Základnou myšlienkou pyramídovej sústavy je postupný rozklad vrcholového ukazovateľa na čiastkové ukazovatele, ktoré slúžia k identifikácii a ku kvantifikácii vplyvu

čiasťkových činiteľov na vrcholový ukazovateľ.“³ Pyramídová sústava ukazovateľov je presne matematicky stanovená tak, že rozbor vrcholového ukazovateľa môžeme vyjadriť matematickou rovnicou. Preto každý ukazovateľ má v sústave svoje miesto. Sústava ukazovateľov môže hodnotiť minulé, súčasné i budúcu výkonnosť podniku.

Rozklad ukazovateľa rentability celkového vloženého kapitálu (ROA)

Pyramídové sústavy je najlepšie zobrazovať graficky, v tejto forme je sústava prehľadnejšia a tak je možné sa lepšie orientovať vo vzájomných závislostiach ukazovateľov. Na základe chemického koncernu Du Pont je možné matematicky urobiť rozklad daného ukazovateľa nasledovne

$$ROA = \frac{EBIT}{Aktíva} = \frac{EBIT}{Tržby} \cdot \frac{Tržby}{Aktíva} \quad (2.25)$$

Rentabilita celkového vloženého kapitálu je podľa daného rozkladu priamo úmerná dvom ukazovateľom, a to konkrétne ziskovosti tržieb, ktorú vypočítame ako $EBIT/Tržby$ a obratu celkových aktív, ktorý predstavuje $Tržby/Aktíva$.

Rovnaká úroveň rentability, bude dosiahnutá i pri rôznej kombinácii ziskovosti tržieb a obrátky aktív. Vysoké hodnoty stálych aktív môžu negatívne ovplyvniť obrátku aktív, ale majú nízke riziko konkurencie, čo spôsobuje vyššiu ziskovosť tržieb. Naopak, pri vysokej hodnote obežných aktív je vysoká aj konkurencia. To znamená, že podnik nedosahuje vysokej ziskovosti tržieb, takže na zlepšenie rentability potrebuje vysokú obrátku aktív.

Rozklad ukazovateľa rentability vlastného kapitálu (ROE)

Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu je jeden z nasledovanejších ukazovateľov výkonnosti podniku, na ktorý pôsobia dve skupiny ukazovateľov. Tými sú *rentabilita celkového kapitálu*, ktorá vyjadruje schopnosť aktív vytvoriť zisk pred zdanením a úrokmi a *vplyv zdanenia*.

Rozklad ukazovateľa nám naznačí, akú veľkú časť zo zisku odčerpá splnenie daňovej povinnosti, splatenie úrokového bremena, rentabilita tržieb a tiež ako podnik produktívne využíva svoj majetok.

Vo finančnej analýze sa používa *Du Pont rozklad ROE*, ktorý má tvar

³ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008.

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK} \quad (2.26)$$

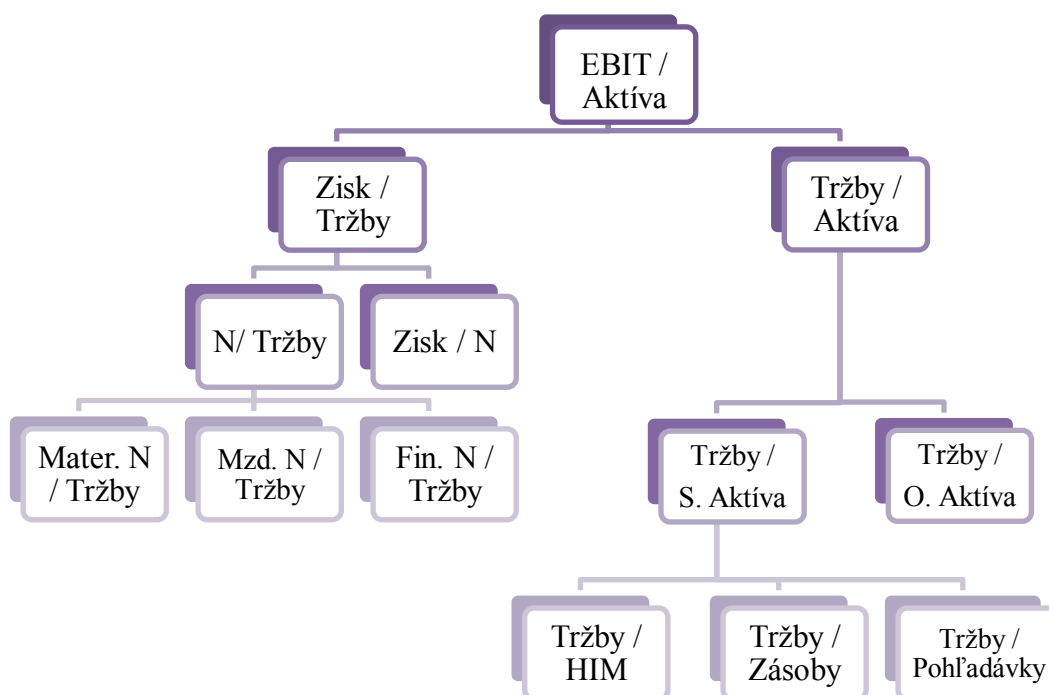
Daný ukazovateľ je tvorený tromi čiastkovými ukazovateľmi, ktorými sú čisté ziskové rozpätie (daňové bremeno), obrat celkových aktív (rentabilita aktív) a finančná páka (majetkový koeficient).

Rentabilita vlastného kapitálu má i svoj úplný tvar

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK}, \quad (2.27)$$

kde EAT/EBT je daňová redukcia zisku, $EBT/EBIT$ je úroková redukcia zisku, $EBIT/T$ je prevádzková rentabilita, T/A je obrat celkových aktív, A/VK je finančná páka.

Obr. 2.1 Pyramídový rozklad ukazovateľa rentability celkového vloženého kapitálu



Zdroj: Pavlíková (1998)

2.2.4 Súhrnné indexy hodnotenia

Podstatou finančnej analýzy je snaha o vyhodnotenie finančného zdravia firmy. Cieľom je zistiť, či daný podnik prežije alebo nie a k tomu je potrebné vytvoriť veľké

množstvo pomerových ukazovateľov. Ich interpretácia však môže prinášať rozporuplné názory, a preto bola skonštruovaná celá rada súhrnných indexov hodnotenia, ktoré nadväzujú na pomerové ukazovatele. Technicky môžeme vytváranie sústav ukazovateľov rozdeliť na dve skupiny:

- a) **sústavy hierarchicky usporiadaných ukazovateľov**, kde patria napr. pyramídové sústavy,
- b) **účelovo vybrané skupiny ukazovateľov**, kde hlavným cieľom je kvalitne určiť finančnú situáciu firmy. Do tejto skupiny zaraďujeme bankrotné a bonitné modely.

Sústavy hierarchicky usporiadaných ukazovateľov

Do tejto skupiny patria pyramídové rozklady. Pyramídové sústavy ukazovateľov rozkladajú vrcholový ukazovateľ prostredníctvom aditívnej alebo multiplikatívnej väzby. Pri ich zostavovaní používame metódy analýzy odchýlok. Hlavnou úlohou pyramídových sústav je vyjadrenie vzájomnej závislosti jednotlivých čiastkových ukazovateľov a tiež analyzovanie zložitých vnútorných väzieb v rámci pyramídy. Prvý pyramídový rozklad bol použitý ako Du Pont rozklad rentability vlastného kapitálu.

Metódy analýzy odchýlok

U týchto metód odchýlku vrcholového ukazovateľa môžeme zapísať ako

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i}, \quad (2.28)$$

kde x je analyzovaný ukazovateľ, Δy_x je prírastok vplyvu analyzovaného ukazovateľa, a_1 je čiastkový vysvetľujúci ukazovateľ, Δx_{a_i} vplyv čiastkového ukazovateľa na analyzovaný ukazovateľ.

Metódy analýzy odchýlok sa využívajú pri zostavovaní pyramídových rozkladov, ktoré robíme prostredníctvom *aditívnej* alebo *multiplikatívnej* väzby. Aditívna väzba pracuje iba so súčtom alebo rozdielom čo znamená, že vrcholový ukazovateľ je rozložený na súčet alebo rozdiel čiastkových ukazovateľov. U multiplikatívnej väzby naopak využívame súčin alebo podiel.

Pri aditívnej väzbe je celková zmena rozdelená podľa pomeru zmeny ukazovateľa na celkovú zmenu ukazovateľov

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (2.29)$$

pričom Δa_i je hodnota ukazovateľa, i je počiatkový stav alebo čas.

U multiplikatívnej väzby sa používajú viaceré základné metódy a to metóda postupných zmien, logaritmická metóda, metóda rozkladu so zvyškom, funkcionálna metóda a integrálna metóda.

➤ **Metóda postupných zmien**

Metóda postupných zmien patrí medzi najjednoduchšie, pri ktorej sa celková odchýlka rozdelí medzi čiastkové vplyvy. Pri zmene jedného vysvetľujúceho ukazovateľa zvyšné ostávajú nemenné. Pokiaľ počítame s tromi čiastkovými ukazovateľmi, sú vplyvy vyčíslené nasledovne

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,1} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \end{aligned} \quad (2.30)$$

Pri rozklade nevzniká žiadny zvyšok, ale veľkosť vplyvov ukazovateľov je závislá na poradí vysvetľujúcich ukazovateľov.

➤ **Metóda logaritmická**

Pri jej výpočte sa využíva súčasná zmena všetkých ukazovateľov a na ich poradí nezáleží. Vplyvy ukazovateľov sú vyjadrené

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (2.31)$$

pričom $I_x = x_1 / x_0$ a $I_{a_i} = a_{i,1} / a_{i,0}$ predstavujú indexy vrcholových a čiastkových ukazovateľov. Pri rozklade vrcholového ukazovateľa nevzniká žiaden zvyšok, teda súčet vplyvov je rovný súčtu zmene celkového ukazovateľa. Výsledky nie sú ovplyvnené

poradím vysvetľujúcich ukazovateľov. Veľkou nevýhodou je však obmedzené použitie, pokiaľ sú indexy zmien záporné.

➤ Metóda rozkladu so zvyškom

U metódy rozkladu so zvyškom dochádza k vzniku zvyškových položiek, čo je hlavným problémom. Metóda nie je ovplyvnená poradím ukazovateľov.

Vyjadríme ju nasledovne

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_{a_2} &= \Delta a_{1,0} \cdot a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_{a_3} &= \Delta a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3},\end{aligned}\tag{2.32}$$

$$\text{kde zvyšok } R = \Delta y_x - \left[\Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} + \Delta a_2 \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3 \right] \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}.\tag{2.33}$$

➤ Metóda funkcionálna

Funkcionálna metóda vychádza z diskretných výnosov, lebo R_{ai} a R_x sú diskkrétne výnosy ukazovateľov a_i a x , teda neexistuje problém záporných indexov. Ak $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$ a pri rovnomernom delení zvyšku „ R “, môžeme vplyvy vyjadriť takto

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \Delta y_x,\end{aligned}\tag{2.34}$$

$$\text{kde } R_{aj} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}, \quad R_x = \frac{\Delta x}{x_0}, \quad \Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}.\tag{2.35}$$

➤ **Metóda integrálna**

U integrálnej metódy je postup obdobný funkcionálnej metóde s tým rozdielom, že je aplikovaná len lineárna zložka Taylorovho rozkladu 1. stupňa. Jednotlivé vplyvy môžeme vyjadriť nasledovne

$$\begin{aligned}\Delta x_{a1} &= \frac{R_{a1}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a2} &= \frac{R_{a2}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x, \\ \Delta x_{a3} &= \frac{R_{a3}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x,\end{aligned}\tag{2.36}$$

$$\text{kde } R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}, R_{x'} = \frac{\Delta x'}{x_0}.\tag{2.37}$$

Účelovo vybrané skupiny ukazovateľov

Táto skupina ukazovateľov pozostáva z dvoch druhov modelov, a to bankrotné a bonitné modely. Oba tieto typy majú presne vymedzený cieľ, a to priradiť firme jednu číselnú charakteristiku, pomocou ktorej odhadnú jej finančné zdravie.

Bankrotné modely

Hlavnou úlohou týchto modelov je informovať užívateľa o tom, či v krátkej dobe nehrozí firme bankrot. Každý jeden podnik môže byť ohrozený bankrotom, no pred vznikom takejto situácie sú viditeľné príznaky jeho možného začiatku. Je nutné podnik neustále sledovať, zisťovať možné problémy s bežnou likviditou či rentabilitou celkového vloženého kapitálu, prípadne iné a tak sa vyhnúť bankrotu firmy.

K bankrotným modelom môžeme zaradiť napríklad Altmanov model, Model IN a ďalšie.

Altmanov model

Tento model vychádza z prepočtu globálnych indexov, a je stanovený ako súčet piatich bežných pomerových ukazovateľov, ktorým je priradená rôzna váha. Najväčšiu váhu má však rentabilita celkového kapitálu. Pomocou Altmanovho modelu, ktorý využíva

diskriminačnú metódu, môžeme tak ľahko vyčleniť bankrotujúce firmy. Pokiaľ je spoločnosť verejne obchodovateľná na burze, model je možné zapísať rovnicou

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1 X_5, \quad (2.38)$$

kde X_1 je podiel pracovného kapitálu k celkovým aktívam, X_2 je rentabilita čistých aktív, X_3 znamená EBIT/ aktíva celkom, X_4 je tržná hodnota ZJ/ celkové záväzky/ nominálna hodnota cudzích zdrojov, X_5 predstavuje podiel tržieb na celkové aktíva.

V prípade, že bude podnik dosahovať hodnoty vyššie než 2,99, tak finančná situácia podniku je uspokojivá. Ak budú hodnoty v intervale od 1,81 do 2,98, podnik sa nachádza v šedej zóne. Firma nie je úspešná, ale nedá sa povedať, že by bola problémová. Ak súhrnné hodnotenie podniku vykazuje hodnoty nižšie než 1,81, firma má výrazné finančné problémy, teda je tu možný bankrot.

Pokiaľ sa ale nejedná o spoločnosť verejne obchodovateľnú na burze, má Altmanov index tvar

$$Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,42 X_4 + 0,998 X_5 \quad (2.39)$$

V tomto prípade sa môžu hodnoty podniku nachádzať nad 2,9, čo je pásmo prosperity. Hodnoty nachádzajúce sa v intervale od 1,2 do 2,9, predstavujú pre podnik pásmo šedej zóny a hodnoty nižšie než 1,2 o firme vypovedajú, že je tu vysoká pravdepodobnosť bankrotu.

Altmanov model v klasickom tvare v podmienkach Českej republiky je možné považovať za najlepší a najefektívnejší prostriedok ako odhaliť neprimerané úverové riziká. S úspechom ho však môžeme použiť u stredne veľkých firiem. Použitie tohto modelu v českých podmienkach vyžaduje zvoliť alternatívu Altmanovho modelu ako **Z – skóre**, ktorý sa ako index používa v rozvojových trhov.

$$\begin{aligned} Z' = & 6,56 \cdot (NWC / \text{aktíva celkom}) + 3,26 \cdot (\text{zadržané zisky} / \text{aktíva celkom}) \\ & + 6,72 \cdot (EBIT / \text{aktíva celkom}) + 1,05 \cdot (\text{uctovná hodnota VK} / \\ & \text{uctovná hodnota záväzkov}) \end{aligned} \quad (2.40)$$

Pri tejto forme Altmanovho modelu je dôležité, aby Z- skóre bolo vyššie ako 2,6. Potom je v podniku uspokojivá finančná situácia. Pokiaľ sa však Z- skóre nachádza v intervale od 1,1 do 2,6, podnik je v šedej zóne. Firma bude mať vážne finančné problémy

a pravdepodobnosť bankrotu pokiaľ pri výpočte Altmanovho modelu bude Z- skóre menšie ako 1,1.

V roku 2010 boli vyvinuté **Z-metrics modely**. Sú výsledkom predchádzajúceho vývoja Z modelov a reakcií na hospodársku krízu a predikčnú schopnosť modelov. Hodnota kreditného skóre podniku sa určí ako

$$CS_i = \alpha + \sum \beta_j \cdot X_{i,j}, \quad (2.41)$$

kde α je úrovnňová konštanta, CS_i hodnota kreditného (ratingového) skóre podniku i , β_j je koeficient j -tej premennej, $X_{i,j}$ je hodnota j -tej premennej i -tého podniku.

Pomocou tohto modelu je možné určiť priamo pravdepodobnosť úpadku PD_i podniku pomocou rovnice

$$PD_i = \frac{1}{1 + EXP(CS_i)} \quad (2.42)$$

Model IN

Model bol spracovaný manželmi Neumaierovými, používaný v Českej republike, pre zistenie finančnej situácie u českých firiem, ktorý bol modifikovaný v priebehu viacerých rokov. Je vyjadrený rovnicou, v ktorej sú pomerové ukazovatele a je im priradená určitá váha, ktorá predstavuje vážený priemer hodnôt tohto ukazovateľa v odvetví.

$$IN = V_1 \cdot A / CZ + V_2 \cdot EBIT / U + V_3 \cdot EBIT / A + V_4 \cdot (T / A) + V_5 \cdot OA / (KZ + KBU) + V_6 \cdot ZPL / T, \quad (2.43)$$

kde A sú aktíva, CZ sú cudzie zdroje, U znamenajú nákladové úroky, T predstavujú tržby, OA sú obežné aktíva a KZ krátkodobé záväzky, KBU sú krátkodobé bankové úvery, ZPL sú záväzky po lehote splatnosti a V_n sú váhy vyjadrujúce podiel významnosti ukazovateľa ku jeho kriteriálnej hodnote.

Dobré finančné zdravie podniku vykazuje index IN v prípade, že jeho hodnota bude vyššia ako 2. V rozmedzí od 1 do 2 sú v podniku potenciálne problémy, ktorým by sme mali určitým spôsobom predchádzať. Ale pokiaľ je hodnota indexu IN nižšia ako 1, vo firme sú už existenčné problémy, ktoré je nutné riešiť aby nedošlo k bankrotu.

Index IN99

Bol zostavený v roku 1999 a akceptuje pohľad vlastníka. Tento model sa využíva, keď môžeme určiť náklady vlastného kapitálu pri zisťovaní ukazovateľa EVA. Rovnicu tohto modelu môžeme zapísať ako

$$IN99 = -0,017 \cdot \frac{A}{CZ} + 4,573 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,481 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,015 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU} \quad (2.44)$$

Podnik tvorí hodnotu a dosahuje kladné hodnoty ekonomického zisku, pokiaľ je index IN99 väčší ako 2,070. Hodnoty indexu pohybujúce sa v intervale od 1,420 do 2,070 určujú, že podnik určite tvorí hodnotu. V prípade, že je index v rozmedzí 1,089 až 1,420 nejde jednoznačne určiť, či podnik tvorí hodnotu alebo nie. Ďalším intervalom indexu IN99 sú hodnoty od 0,684 do 1,089, kedy podnik skôr netvorí hodnotu, teda prevažujú v ňom firemné problémy. Podnik netvorí hodnotu vôbec a jeho hodnota ekonomického zisku je záporná, pokiaľ je index IN99 menší než 0,684.

Index IN95

Prostredníctvom tohto modelu zisťujeme, či je podnik schopný odolať finančným problémom. Index vyjadríme ako

$$IN95 = V_1 \cdot \frac{A}{CZ} + V_2 \cdot \frac{EBIT}{U} + V_3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V_4 \cdot \frac{Výnosy}{A} + V_5 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU} - V_6 \cdot \frac{ZPL}{Výnosy}, \quad (2.45)$$

kde V_1 až V_6 sú váhy jednotlivých ukazovateľov, A sú aktíva, CZ sú cudzie zdroje, $EBIT$ je zisk pred úrokmi a daňami, U tvoria nákladové úroky, OA sú obežné aktíva, KZ predstavujú krátkodobé záväzky, KBU sú krátkodobé bankové úvery a výpomoci, ZPL znamenajú záväzky po lehote splatnosti.

Podnik sa nachádza vo finančnej tiesni, pokiaľ hodnota indexu IN95 je menšia ako 1. V prípade, že hodnoty indexu sa pohybujú od 1 do 2, tak podnik sa nachádza v šedej zóne, teda by mohol mať existenčné problémy. Naopak žiadne problémy v podniku vykazuje hodnota indexu IN95, ktorá je väčšia ako 2.

Index IN01

Model IN01 bol vytvorený v roku 2002. Pre neho je charakteristické, že spája veriteľský i vlastnícky pohľad. Vyjadríme ho rovnicou

$$IN01 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{U} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU} \quad (2.46)$$

Podľa tohto indexu IN01, môžeme taktiež interpretovať výsledky. Ak je index IN01 väčší ako 1,77, podnik tvorí hodnotu, ale pokiaľ sa jeho hodnota pohybuje od 0,75 do 1,77, predstavuje to pre podnik šedú zónu. V takomto prípade netvorí hodnotu, ale rovnako ani nebankrotuje. Podnik sa bude blížiť bankrotu až vtedy, keď hodnota indexu IN01 bude menšia ako 0,75.

Index IN05

Poslednou modifikáciou indexu IN je model IN05 a je vyjadrený nasledovne

$$IN05 = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{U} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ + KBU} \quad (2.47)$$

Pri tomto type indexu bude podnik tvoriť hodnotu pokiaľ bude index IN05 presahovať hodnotu 1,6. Firma je v šedej zóne a netvorí hodnotu v prípade, že index sa pohybuje v rozmedzí od 0,9 do 1,6. Toto však ukazuje i to, že podnik nebankrotuje. Hodnotu nebude tvoriť a dokonca sa bude blížiť bankrotu ak IN05 bude menší než 0,9.

Bonitné modely

Hlavným cieľom týchto modelov je zistiť, či sa firma zaraďuje medzi dobré alebo zlé firmy a bodovým ohodnotením sa snaží stanoviť bonitu hodnoteného podniku. K bonitným modelom zaraďujeme napríklad Kralickův Quicktest, ktorým sa budeme zaoberať v praktickej časti diplomovej práce, ale taktiež tu patria i iné modely ako Tamariho model, prípadne Sústava bilančných analýz podľa Rudolfa Douchy.

Kralickův Quicktest

Model je zložený zo sústavy štyroch rovníc, pričom prvé dve hodnotia finančnú stabilitu firmy a ďalšie dve hodnotia jej výnosovú situáciu.

$$R1 = \frac{\textit{vlastný kapitál}}{\textit{aktíva celkom}}, \quad (2.48)$$

$$R2 = \frac{(\textit{cudzie zdroje} - \textit{peniaze} - \textit{ucty u bánk})}{\textit{prevádzkový cashflow}}, \quad (2.49)$$

$$R3 = \frac{EBIT}{\textit{aktíva celkom}}, \quad (2.50)$$

$$R4 = \frac{\text{prevádzkový cashflow}}{\text{prevádzkové výnosy}}. \quad (2.51)$$

Tab. 2.1 Bodovanie výsledkov Kralickova Quicktestu

	0 bodov	1 bod	2 body	3 body	4 body
R1	< 0	0 – 0,1	0,1 – 0,2	0,2 – 0,3	> 0,3
R2	< 3	3 – 5	5 – 12	12 – 30	> 30
R3	< 0	0 – 0,08	0,08 – 0,12	0,12 – 0,15	> 0,15
R4	< 0	0 – 0,05	0,05 – 0,08	0,08 – 0,1	> 0,1

Zdroj: RUČKOVÁ, P. *Finanční analýza* (2007).

Hodnotenie firmy má 3 kroky:

1. Hodnotenie finančnej stability (súčet bodovej hodnoty R1 a R2 delený 2),
2. Hodnotenie výnosovej situácie (súčet bodovej hodnoty R3 a R4 delený 2),
3. Hodnotenie celkovej situácie (súčet bodovej hodnoty finančnej stability a výnosovej situácie delený 2).

Keď hodnota Kralickúho Quicktestu je vyššia ako 3 môžeme s istotou tvrdiť, že firma je dostatočne spoľahlivá, teda bonitná. V šedej zóne bude pokiaľ sa hodnoty pohybujú od 1 do 3. Veľkým problémom je ak sú hodnoty nižšie ako 1, pretože potom má firma nedostatky a problémy v jej hospodárení.

2.3 Meranie výkonnosti podniku prostredníctvom moderných ukazateľov

Účtovné metódy a postupy vždy neodpovedajú ekonomickému pohľadu na výkonnosť, preto dochádzalo k ich kritike. Tá bola spôsobená bariérou medzi tržným ocenením podniku a výkonnosťou meranou na základe účtovných údajov. Postupne sa v praxi preto začínajú používať nové moderné prístupy k meraniu a riadeniu výkonnosti podnikov. Táto nová koncepcia udáva za hlavné ciele podniku očakávanie maximálneho zhodnotenia investícií a posun vrcholového ukazovateľa pre meranie výkonnosti v smere maximalizácie hodnoty pre akcionára. Moderné meradlo výkonnosti je vhodným nástrojom pre jej meranie, pokiaľ môžeme zisťovať jej súčasnú hodnotu a použiť ju v budúcnosti. „Moderný ukazovateľ by mal spĺňať určité podmienky: mať čo najužšiu väzbu na hodnotu akcií, umožniť využitie veľkého množstva informácií a údajov z účtovníctva, prekonávať námietky proti účtovným ukazovateľom a umožňovať hodnotenie výkonnosti a ocenenie

podnikov.“⁴ Jedným z najviac používaných ukazovateľov je **ekonomická pridaná hodnota- EVA**, ktorú budeme rozoberať v nasledujúcej kapitole. K ďalším ukazovateľom patria tržná pridaná hodnota- MVA, tržná pridaná hodnota- CVA, CFROI (*Cash flow return on investments*) a iné.

2.3.1 Ekonomická pridaná hodnota – EVA

Ukazovateľ ekonomická pridaná hodnota EVA predstavuje konkrétne a podrobné rozpracovanie pradávej myšlienky, kedy sa za základný cieľ firmy považuje maximalizácia zisku. Tento ukazovateľ predstavuje preto ekonomický (mimoriadny) zisk, ktorý sa v podniku vytvorí keď uhradí všetky náklady, vrátane nákladov na kapitál. Je to vlastne rozdiel medzi výnosmi a ekonomickými nákladmi. Základným pravidlom, ktoré musí byť splnené je, že podnik musí vyprodukovať aspoň toľko, čo činia náklady kapitálu z investovaných prostriedkov. EVA teda musí byť kladná. Podnik zvýši svoju vnútornú hodnotu pre vlastníkov i akcionárov. Túto hodnotu môže firma dosiahnuť pomocou správneho výberu investícií, zmien v riadení zásob, pohľadávok či dodávateľov. K stanoveniu pridanej hodnoty je dôležité mať dostupné údaje potrebné k výpočtu, a tiež presné stanovenie nákladov kapitálu. Následne je možné počítať EVU, kde si vyberáme z dvoch základných spôsobov výpočtu- EVA na báze prevádzkového zisku a EVA na báze hodnotového rozpätia. Jednotlivé spôsoby výpočtu ukazovateľa budeme rozoberať v ďalšej časti práce.

Oproti iným ukazovateľom výkonnosti založených na báze rentability sa EVA odlišuje. Vychádza zo zisku v ekonomickom poňatí, zahrnuje len výnosy a náklady spojené s hlavnou podnikateľskou činnosťou. Pri výpočte nákladov kapitálu berie do úvahy len kapitál, ktorý je viazaný v aktívach využívaných v hlavnej podnikateľskej činnosti a je to absolútny ukazovateľ, ktorý je samostatne využiteľným kritériom pre hodnotenie výkonnosti.

Výpočet EVA

Ukazovateľ EVA predstavuje čistý výnos z prevádzkovej činnosti podniku, ktorý je znížený o náklady kapitálu. Pri jej výpočte používame rôzne postupy k stanoveniu kapitálu a jeho nákladov, a podľa toho rozdeľujeme ukazovateľ na dve varianty, a to EVA entity a EVA equity.

⁴ MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. Praha: Ekopress, 2005

EVA entity sa používa pokiaľ nie je rozlíšený pôvod kapitálu, takže celkový kapitál je tvorený vlastným kapitálom, ale i cudzími zdrojmi. Výsledok hospodárenia a úroky z poskytnutého cudzieho kapitálu tvoria výnos. Rozlišujeme dva spôsoby výpočtu EVA entity, a to na báze prevádzkového zisku a hodnotového rozpätia.

EVA equity využíva len vlastný kapitál. Výnos poskytovateľov cudzieho kapitálu preto nezahrnujeme do výnosu použitého kapitálu. EVA equity počítame na báze zúženého poňatia hodnotového rozpätia.

Pri stanovovaní ukazovateľa *EVA na báze prevádzkového zisku* je nutné zistiť hodnotu čistého prevádzkového zisku po zdanení NOPAT, celkového kapitálu C a nákladov na celkový kapitál WACC. Vzťah medzi nimi je definovaný nasledovne

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C,$$

kde $WACC$ sú celkové náklady vlastného kapitálu, C je kapitál a $NOPAT$ je prevádzkový zisk po zdanení, predstavuje tak hospodársky výsledok spojený s hlavnou činnosťou podniku. Môže zahŕňať i časť hospodárskeho výsledku z finančnej činnosti. Tu je dôležité si uvedomiť, či je hodnota NOPAT vyššia než požiadavky na kapitál. V prípade, ak hodnota NOPAT je vyššia ako požiadavky na kapitál, dochádza k zvyšovaniu hodnoty podniku. Naopak, ak je hodnota ukazovateľa EVA záporná, podnik nedosahuje požadovaný výnos a jeho hodnota klesá.

Ďalší spôsob výpočtu je *EVA na báze hodnotového rozpätia*, ktorý vychádza z ekonomickej rentability. Je to rozdiel medzi dosiahnutou rentabilitou investovaného kapitálu ROC a celkovými priemernými nákladmi na kapitál WACC. Výpočet je možné vyjadriť rovnicou

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C \quad (2.53)$$

EVA na báze zúženého poňatia hodnotového rozpätia vychádza z výnosu vlastného kapitálu ROE a vypočítame ho ako

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.54)$$

pričom ROE vyjadruje výnosnosť vlastného kapitálu, R_E sú náklady vlastného kapitálu a E znamená hodnota vlastného kapitálu.

Stanovením ukazovateľa *EVA na báze relatívneho hodnotového rozpätia* meriame relatívnu výkonnosť firmy. Výsledná hodnota však nie je ovplyvnená výškou vlastného kapitálu. Pokiaľ sa ale hodnota ukazovateľa zvýši, môže to mať za následok zníženie hodnoty podniku. EVA sa zvyšuje na úkor budúcich nadziskov, zvyšujú sa náklady kapitálu, a tiež dochádza k nedostatočnej obnove majetku (Dluhošová, 2010). Ukazovateľ vyjadríme ako

$$EVA / E = ROE - R_E \quad (2.55)$$

2.3.2 Určovanie nákladov kapitálu

„Pod pojmom náklady kapitálu sa najčastejšie rozumie náklady podniku na získanie jednotlivých zložiek podnikového kapitálu. Tieto náklady predstavujú minimálnu požadovanú mieru výnosnosti kapitálu.“⁵ Pre fungovanie podniku je nutné mať kapitál, pričom je možné odhadnúť náklady spojené s jeho získaním alebo užitím. Za získanie kapitálu je potrebné zaplatiť určitú cenu, tá je označovaná pojmom náklady kapitálu. Je dôležité aby sme náklady kapitálu poznali, pomôže nám to pri rôznych rozhodnutiach, ako napríklad rozhodovanie o realizácii investičných zámerov, výber zdrojov financovania a iné. Náklady jednotlivých druhov kapitálu predstavujú náklady, ktoré podnik nesie pri získavaní a využívaní príslušných druhov kapitálu. Priemerné náklady kapitálu zasa predstavujú vážený priemer nákladov na jednotlivé druhy kapitálu.

Celkové priemerné náklady kapitálu WACC

Predstavujú všetky možné formy kapitálu. Patria sem náklady na úročený cudzí kapitál R_D , ale i náklady vlastného kapitálu R_E , ktoré musia byť vymedzené na základe tržných hodnôt, úročený cudzí kapitál D a vlastný kapitál E . Vyjadriť WACC môžeme pomocou nasledujúcej rovnice

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E} \quad (2.56)$$

Náklady na cudzí kapitál

Náklady na cudzí kapitál prepočítame ako vážený priemer z efektívnych úrokových sadzieb, ktoré platíme v rôznych formách cudzieho kapitálu. Cena za využitie cudzieho kapitálu je úrok. Jeho výška sa odvíja od dĺžky poskytnutia úveru a bonity klienta, pričom

⁵ DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008.

úrokové náklady môžu byť znížené o tzv. daňový štít. Náklady na cudzí kapitál sú vyjadrené nasledovne

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.57)$$

pričom i je úroková miera a t je sadzba dane.

Poskytnuté úvery majú rôznu štruktúru, preto ich počítame ako vážený aritmetický priemer úrokových sadzieb. Nutnosťou je mať k dispozícii vnútorné informácie z podniku, pomocou ktorých ich najlepšie stanovíme. Náklady určíme pomocou rovnice

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{priemerný stav bankových úverov}} \quad (2.58)$$

Náklady na obligácie sa rovnajú takej úrokovej sadzbe, pri ktorej bude súčet súčasnej hodnoty úrokových výnosov dlhopisov a súčasnej hodnoty nominálnej ceny dlhopisu rovný jeho tržnej cene. Tiež predstavujú výnos do splatnosti obligácie a preto náklady na dlhopisy vyjadríme ako

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.59)$$

kde P je tržná cena obligácie, c je kupónová platba, T je doba do splatnosti a NV je nominálna hodnota obligácie.

Náklady na vlastný kapitál

Náklady na vlastný kapitál sú vyššie ako náklady na cudzí kapitál, preto i riziko vlastníka spojené s vloženými prostriedkami do spoločnosti je väčšie. Z pohľadu vlastníkov predstavujú požadovanú výnosnosť. Náklady môžeme stanoviť rôznymi spôsobmi, a to napríklad cez *Model oceňovania kapitálových aktív CAPM*, *Arbitrážny model oceňovania APM*, *Dividendový rastový model* alebo pomocou *Stavebnicových modelov*.

Pomocou *Modelu oceňovania kapitálových aktív CAPM* stanovíme náklady kapitálu ako

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.60)$$

pričom $E(R_E)$ je očakávaný výnos vlastného kapitálu, R_F znamená bezrizikovú sadzbu (výnosnosť štátnych obligácií), β_E predstavuje koeficient citlivosti dodatočného výnosu vlastného kapitálu na výnos tržného portfólia, $E(R_M)$ je očakávaný výnos kapitálového trhu.

Tento model vyjadruje súvislosti medzi systematickým rizikom a požadovanou výnosnosťou, pričom oceňuje vlastný kapitál na základe tržného prístupu. Ide o rovnovážny model.

Ďalší model je *Arbitrážny model oceňovania APM*, ktorý je založený na tržnom princípe stanovenia nákladov. Keďže sa v tomto modeli vyskytujú viaceré rizikové faktory, hovoríme o viacfaktorovom modeli. Je tu nemožnosť arbitráže, teda žiadny investor nedosiahne arbitrážny zisk. Vyjadríme ho nasledovne

$$E(R_E) = R_F + \sum \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F], \quad (2.61)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatočného výnosu vlastného kapitálu na dodatočný výnos j -tého faktoru a $E(R_j)$ je očakávaný výnos tohto faktoru.

Pri *Dividendovom modeli* je tržná hodnota akcie daná súčasnou hodnotou budúcich dividend plynúcich v nasledujúcich rokoch z akcie.

$$R_E = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržná cena akcie}} \quad (2.62)$$

Pri konštantnom raste hodnoty dividendy pripočítame g , ako koeficient konštantného rastu.

Ďalším modelom je *Stavebnicový model*, ktorý je využívaný Ministerstvom priemyslu a obchodu ČR. Pracuje s vonkajším i vnútorným rizikom vychádzajúcim z ekonomických výsledkov podniku. Náklady celkového kapitálu nezadlženého podniku WACCU sa určia pomocou rovnice

$$WACC_U = r_f + r_{podnikateľské} + r_{finstab} + r_{LA}, \quad (2.63)$$

kde r_f je bezriziková úroková miera, r_{LA} riziková prirážka za veľkosť podniku, $r_{podnikateľské}$ je riziková prirážka za obchodné podnikateľské riziko a $r_{finstab}$ je riziková prirážka za riziko vyplývajúca z finančnej stability.

Stavebnicový model, ktorý vychádza z predpokladu MM II umožňuje vypočítať i celkové náklady zadlženej firmy, ktoré počítame ako

$$WACC = WACC_U \cdot (1 - \frac{D}{A} \cdot t) \quad (2.64)$$

Náklady vlastného kapitálu, ktoré tiež vychádzajú z modelu a je v súlade s MM II počítame pomocou rovnice

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A})}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.65)$$

kde UZ sú úplatné zdroje, ktoré počítame ako súčet vlastného kapitálu VK , bankových úverov BU a obligácií O . Ďalej A sú aktíva, CZ je čistý zisk, Z predstavuje hrubý zisk, CZ/Z je daňová redukcia a UM znamená úroková miera.

Náklady na vlastný kapitál môžeme tiež stanoviť ako súčet všetkých rizikových prirážok. Sú vyjadrené vzťahom

$$R_E = WACC_U + R_{finstr} = R_F + R_{podnikateľské} + R_{LA} + R_{finstab} + R_{finstr}. \quad (2.66)$$

Všetky rizikové prirážky stanovíme podľa (Dluhošová, 2010).

Riziková prirážka charakterizujúca veľkosť podniku R_{LA}

Pokiaľ je $UZ \geq 3$ mld. Kč, tak $R_{LA} = 0,00\%$,

Za predpokladu, že $UZ \leq 0,1$ mld. Kč, potom $R_{LA} = 5,00 \%$,

Ak $UZ > 0,1$ mld. Kč a $UZ < 3$ mld. Kč, tak $R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2$.

Riziková prirážka charakterizujúca produkčnú silu $R_{podnikateľské}$

Pri stanovení porovnávame výšku rentability aktív ROA a ukazovateľ, ktorý vyjadruje nahradzovanie cudzieho kapitálu vlastným kapitálom $X1$, tento parameter počítame ako $X1 = UZ/A \cdot UM$.

Ak $ROA > X1$, tak $R_{podnikateľské} = 0,00 \%$,

V prípade že $ROA < 0$, potom $R_{podnikateľské} = 10,00 \%$,

Pokiaľ $0 \leq ROA \leq X1$, tak $R_{podnikateľské} = \left(\frac{X1 - ROA}{X1}\right)^2 \cdot 0,1$.

Riziková prirážka charakterizujúca finančnú stabilitu $R_{finstab}$ kde je dôležité vyčísliť ukazovateľ

$$L3 = \frac{\text{obežné aktíva}}{\text{kr.závázky} + \text{bankové úvery a výpomoci} + \text{dl.bankové úvery}}.$$

Pre jednotlivé podniky sú doporučené hodnoty $LX1 = 1$, $LX2 = 2,5$.

Za predpokladu, že $L3 \leq XL1$, bude potom $R_{finstab} = 10,00 \%$,

Ak $L3 \geq XL2$, tak $R_{finstab} = 0,00 \%$,

Pokiaľ $XL1 < L3 < XL2$, $R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1}\right)^2 \cdot 0,1$.

Riziková prirážka finančnej štruktúry R_{finstr}

Stanoviť túto prirážku môžeme ako rozdiel nákladov vlastného kapitálu a celkových nákladov nezadlženého podniku.

Ak $R_E = WACC_{U, t}$, tak $R_{finstr} = 0$,

Ak $R_E - WACC_U > 10\%$, potom $R_{finstr} = 10\%$.

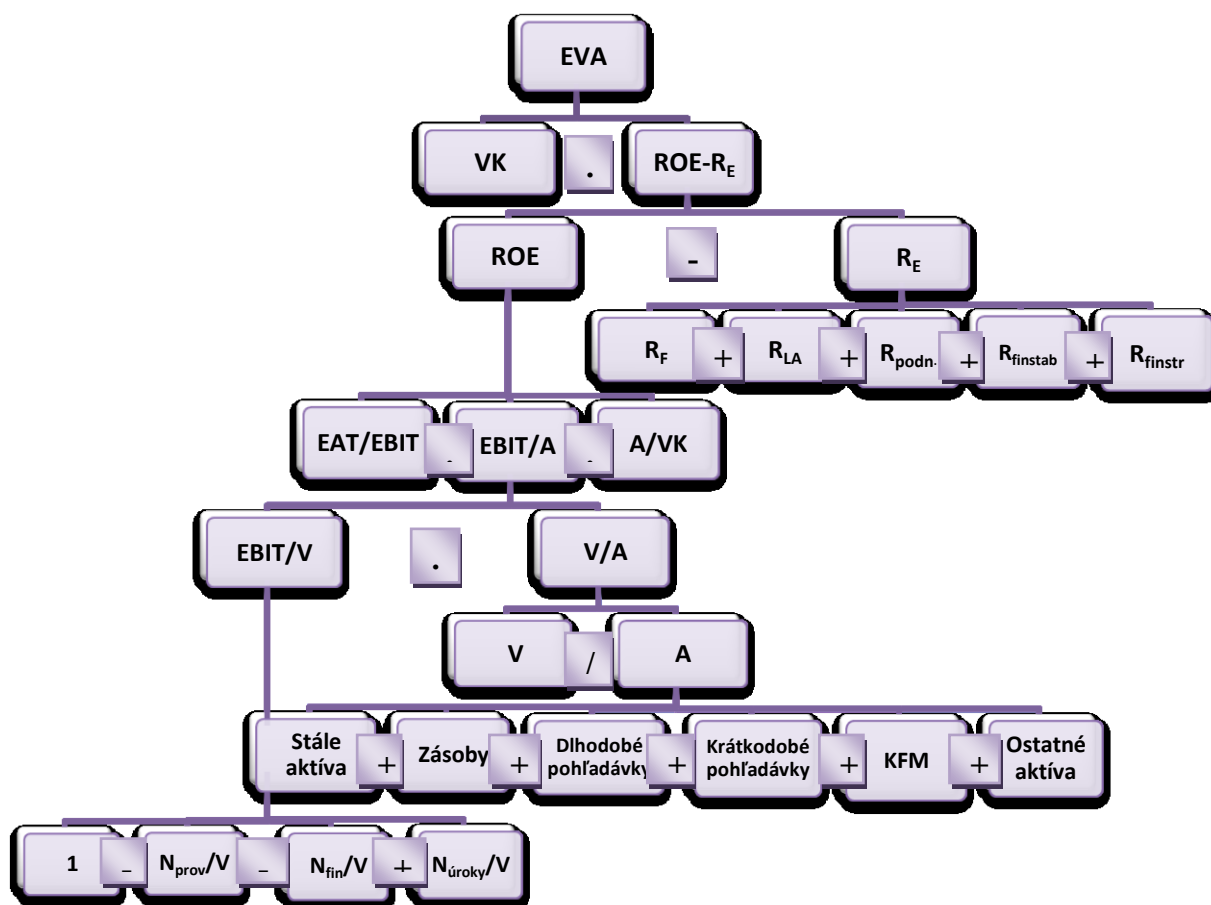
Bezriziková prirážka

Je stanovená ako výnosnosť štátnych dlhopisov (Dluhošová, 2010).

2.3.3 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA

Vo finančnej analýze a pre zistenie výkonnosti podniku je veľmi dôležitý výpočet hodnoty ukazovateľa EVA, ale v neposlednej miere sa taktiež uskutočňuje i jeho pyramídový rozklad. Pomocou neho analyzujeme vplyvy jednotlivých faktorov, ktoré na ukazovateľ pôsobia, teda odhalíme vzájomnú závislosť jednotlivých čiastkových ukazovateľov. Pyramídové systavy sa zameriavajú na zložité vnútorné väzby analyzovaných ukazovateľov, čím môžeme odhaliť možné problémy vnútri podniku a ďalšie nezrovnalosti spojené s jeho výkonnosťou. Pyramídový rozklad ukazovateľa ekonomická pridaná hodnota EVA na báze zúženého hodnotového rozpätia vidíme na obrázku Obr. 2.2. Zdrojom je (Dluhošová, 2010).

Obr. 2.2 Pyramídový rozklad ukazovateľa ekonomická pridaná hodnota (EVA)



2.3.4 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti je metóda, ktorá sa využíva v dôsledku existencie neurčitosti predikcie budúcich finančných veličín respektíve metodologickej variantnosti. Táto analýza je založená na tom, že je posudzovaná zmena výslednej hodnoty funkcie pri odchýlkach vstupných údajov o parameter α $[-1;1]$. Teda hodnoty prvotných faktorov sú vynásobené činiteľom $(1 + \alpha)$. Analýza citlivosti je spracovaná podľa (Dluhošová, 2010).

Prepočítať ukazovateľ EVA môžeme pomocou vzorca

$$EVA_{\alpha} = \left[\frac{EBIT / Tržby \cdot (1 + \alpha) \cdot Tržby / A \cdot (1 + \alpha) \cdot EAT / EBIT \cdot (1 + \alpha)}{A / E \cdot (1 + \alpha) \cdot EAT / EBIT \cdot (1 + \alpha) \cdot A / E \cdot (1 + \alpha)} \right] \cdot E \cdot (1 + \alpha) \quad (2.67)$$

Analýza citlivosti odchýlok sa počíta pomocou rovnice

$$\Delta EVA_{\alpha} = \left[\frac{\Delta EBIT / Tržby \cdot (1 + \alpha) \cdot \Delta Tržby / A \cdot (1 + \alpha) \cdot \Delta EAT / EBIT \cdot (1 + \alpha)}{(1 + \alpha) \cdot \Delta A / E \cdot (1 + \alpha) \cdot \Delta EAT / EBIT \cdot (1 + \alpha) \cdot \Delta A / E \cdot (1 + \alpha)} \right] \cdot \Delta E \cdot (1 + \alpha) \quad (2.68)$$

V praktickej časti bude uskutočnená analýza citlivosti pyramídového rozkladu ukazovateľa EVA funkcionálnou a logaritmickou metódou.

3 Analýza finančnej výkonnosti vybraného podniku

Táto časť diplomovej práce je zameraná na využitie poznatkov z predchádzajúcej kapitoly. Tie sú aplikované v stavebnom priemysle, a to konkrétne na podnik Metrostav a.s. S využitím tradičných, ale i moderných ukazovateľov výkonnosti bude hodnotená finančná výkonnosť vybraného podniku. Analýza finančnej výkonnosti spoločnosti bude uskutočnená za obdobie 2007 – 2011, pričom sú využité informácie z výročných správ danej spoločnosti a z analýz Ministerstva priemyslu a obchodu Českej republiky. V tejto kapitole bude tiež predstavený podnik Metrostav a.s. Nedeliteľnou súčasťou je pyramídový rozklad ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty, ktorý bude počítaný pomocou funkcionálnej a logaritmickej metódy. A na záver kapitoly bude aplikovaná analýza citlivosti vplyvov.

3.1 Charakteristika spoločnosti Metrostav a.s

Táto podkapitola je venovaná predstavení spoločnosti Metrostav a.s. Všetky informácie sú čerpané z oficiálnej stránky podniku a jeho výročných správ.

História spoločnosti

Spoločnosť Metrostav a.s. bola založená v roku 1971. V skorších dobách sa táto firma zaradovála medzi špecializované firmy, pričom jej hlavným cieľom bola výstavba pražského metra. Počas jej existencie sa však zmenila na univerzálnu stavebnú firmu. Jej pôsobenie v oblasti stavebníctva je veľmi široké, zameriava sa hlavne na rekonštrukcie pamätných objektov, priemyselné i bytové výstavby. Taktiež sa venuje skvalitňovaniu trvalo vysokej úrovni v hlavných stavebných technológiách, ako sú železobetónové konštrukcie, izolačné systémy a iné. Metrostav a.s. je od roku 1998 držiteľom medzinárodne platného certifikátu riadenia akosti podľa ISO 9001 na generálnu dodávku služieb. Spoločnosť rovnako vlastní i osvedčenie NBÚ o ochrane utajovaných skutočností na stupeň Tajný, preto sa môže zaoberať i projektmi s najvyšším stupňom utajenia v rámci Českej republiky, ale i ďalších zemí, vrátane projektov NATO. V roku 2000 do spoločnosti vstúpil majoritný vlastník spoločnosti Doprastav Bratislava. Vďaka tejto spolupráci dochádza k upevňovaniu pozícií na českom i slovenskom stavebnom trhu.

Profil spoločnosti

Hlavným strategickým zámerom akciovej spoločnosti Metrostav je ďalej zintenzívniť efektívne využívanie všetkých zdrojov, aby mohla dosiahnuť úroveň

nadpriemerne prosperujúcej európskej stavebnej firmy s trvalým rastom svojej tržnej hodnoty. Metrostav a.s. sa zaraďuje k najväčším stavebným spoločnostiam v Českej republike, ktorá vyniká hlavne v oblastiach ako sú Občianske stavby (administratívne budovy), nákupné centrá, hotely, školy, divadlá a iné. Hlavným predmetom jej podnikateľskej činnosti tvorí bytová výstavba, zameraná na rodinné alebo bytové domy. Veľkú časť jej činnosti tvorí priemyselná výstavba elektrární, priemyselných stavieb, zásobníkov, ČOV a iné. Spoločnosť sa venuje i podzemným stavbám ako sú tunely, podchody, šachty, štoly a vrty. Svoju podnikateľskú činnosť uskutočňuje tak, aby bol čo najmenší dopad na okolie, a preto využíva technológie maximálne šetrné k prírode. Významným článkom spoločnosti je hlavne jej terajšie postavenie na stavebnom trhu, a to v dôsledku prestížneho ohodnotenia AAA ratingovej spoločnosti ČEKIA – Stability Award (Najstabilnejšia firma roku), toto ocenenie získala v roku 2009. Medzi hlavných akcionárov firmy patria DDM Group, a.s., DOAS SK, a.s., DOAS CZ a.s., právnické osoby v tuzemsku i zahraničí a fyzické osoby v tuzemsku i zahraničí. Konkrétny podiel je zobrazený v tabuľke *Tab. 3.1*.

Tab. 3.1 Štruktúra akcionárov k 31. decembru 2012

Akcionár	Počet akcií (ks)	Podíl na zákl. kapitálu
DDM Group a.s.	4 059 580	51,34%
DOAS SK, a.s.	1 832 407	23,17%
DOAS CZ a.s.	1 347 317	17,04%
Ostatní právnické osoby tuzemské	780	0,01%
Ostatní právnické osoby zahraniční	108 651	1,38%
Fyzické osoby tuzemské	517 031	6,54%
Fyzické osoby zahraniční	40 902	0,52%
Celkem	7 906 668	100,00%

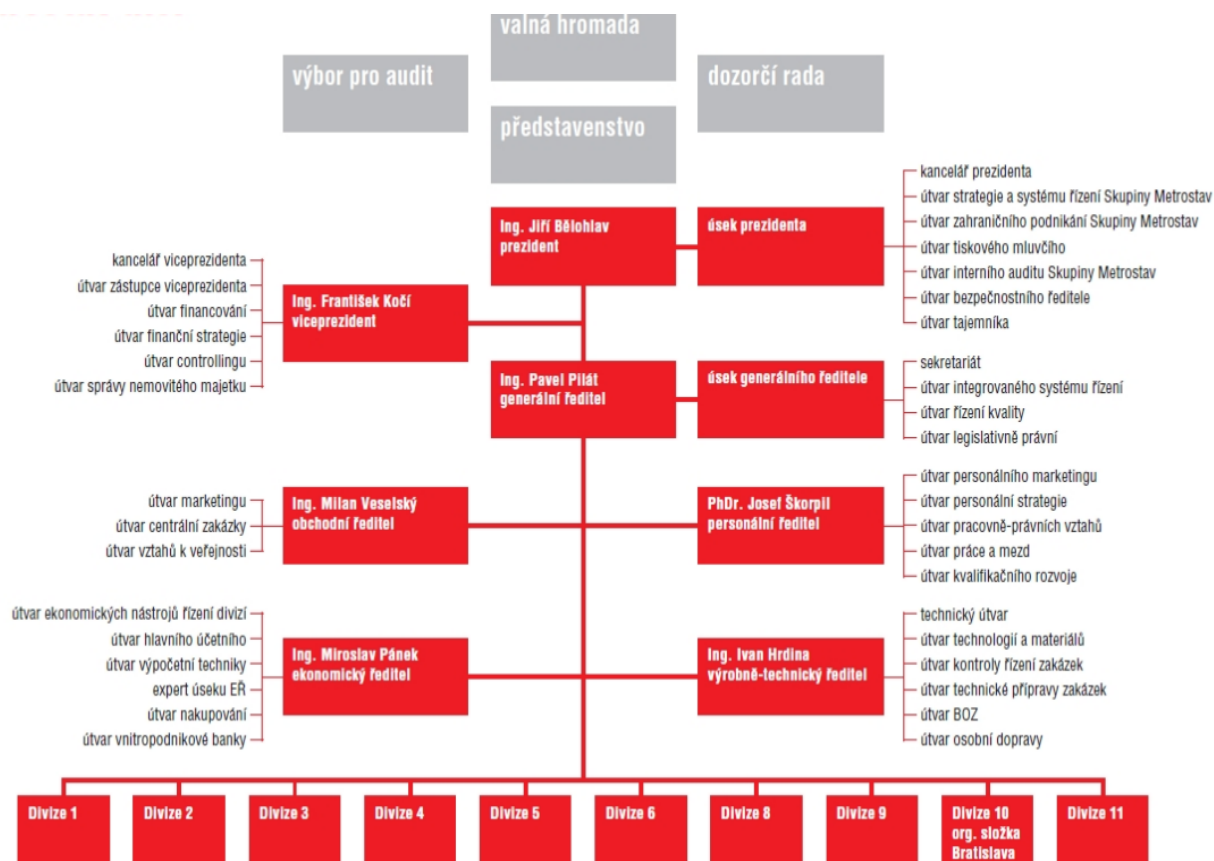
Zdroj: www.metrostav.cz

Akciová spoločnosť Metrostav so skupinou Doprastav tvoria nadnárodnú skupinu DDM Group. Skupina Metrostav bola založená v roku 2009, ktorú tvorí materská a jej dcérske spoločnosti. Najväčší podiel celej skupiny tvoria spoločnosti stavebné, ale taktiež tu patria i výrobné obchodné organizácie a developerské firmy. Do Skupiny vedľa Subterra a.s., Metrostav SK a.s., Metros, s.r.o., SQZ, s.r.o., Pragis a.s., CCE Praha, spol. s r.o., Metrostav Development a.s. a novo tiež Metrostav Deutschlad GmbH. V rámci skupiny prebieha koordinácia činností jednotlivých členských spoločností za účelom upevňovania a ďalšieho rozvoja ich tržných pozícií, využívaním vnútorných synergických efektov

a vonkajších príležitostí daných potenciálom celej skupiny a intenzitou ekonomického vývoja prostredia.

Organizačná štruktúra je zobrazená na obrázku *Obr. 3.1*.

Obr. 3.1 Organizačná štruktúra spoločnosti Metrostav a.s.



Zdroj: www.metrostav.cz

3.2 Analýza tradičných ukazovateľov merania výkonnosti

V nasledujúcej podkapitole budú zobrazené a podrobne vysvetlené jednotlivé výsledky merania výkonnosti podniku pomocou tradičných ukazovateľov. Pri výpočte tradičných ukazovateľov merania výkonnosti sme vychádzali z údajov riadnej účtovnej uzávierky spoločnosti za sledované obdobie 2007 – 2011. Jednotlivé použité výkazy sú súčasťou príloh (Príloha č.1, Príloha č.2 a Príloha č.3).

3.2.1 Analýza absolútnych ukazovateľov

Táto časť práce je venovaná horizontálnej analýze, teda posúdeniu jednotlivých položiek v čase. Následne i vertikálnej analýze spoločnosti, teda zisteniu ich podielu na

celku. Jednotlivé analýzy boli spracované vlastnými výpočtami, pričom údaje boli čerpané z účtovných výkazov za obdobie 2007 – 2011.

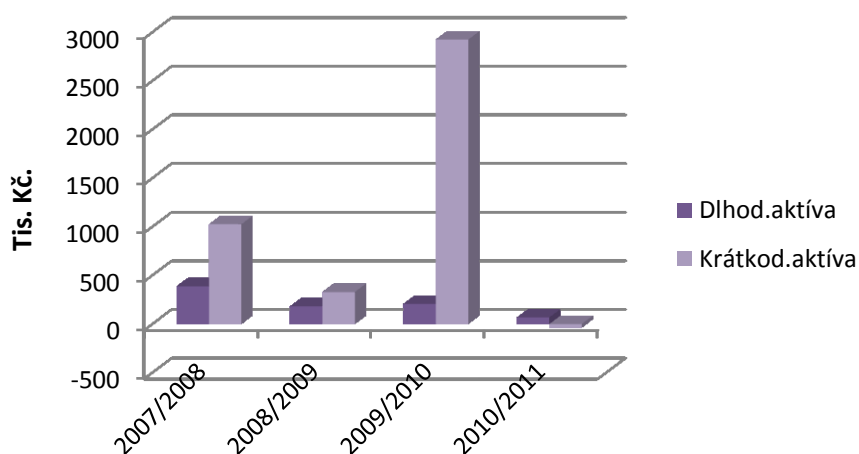
Horizontálna analýza výkazov

Výpočet horizontálnej analýzy je zobrazený percentuálne, ale i v absolútnych hodnotách a bol uskutočnený pomocou vzorcov (2.1) a (2.2). Výsledky analýzy sú zachytené v tabuľkách, ktoré sú súčasťou príloh (Príloha č.4 a Príloha č.5). Grafické znázornenie skúmanej analýzy aktív, pasív, výnosov a nákladov je v nasledujúcich obrázkoch.

Interpretácia výsledkov horizontálnej analýzy súvahy

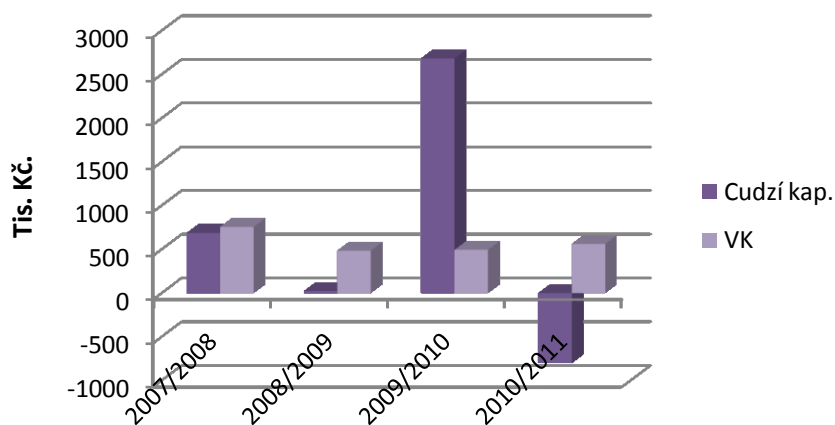
V sledovanom období 2007 – 2011 mali celkové aktíva rastúci trend. Pozitívne sa vyvíjal dlhodobý, ale i krátkodobý majetok. Najvýraznejšiu zmenu sme zaznamenali u krátkodobého majetku v rokoch 2009 – 2010, kedy stúpol oproti predchádzajúcemu obdobiu až o 24,79%, čo je v absolútnom vyjadrení 2 924 792 tis. Kč. Táto zmena bola spôsobená najmä nárastom dlhodobých pohľadávok a to konkrétne pohľadávok z obchodných vzťahov, ale taktiež i pohľadávok voči ovládaným osobám, ktoré v predchádzajúcom roku nemali. Ďalší vplyv na rast obežného majetku mal krátkodobý finančný majetok, ktorý sa zvýšil o 53,51% oproti minulému obdobiu. Podniku bola splatená časť krátkodobých pohľadávok z obchodných vzťahov, čím sa navýšili prostriedky na účtoch v bankách. Po vzniku finančnej krízy sa pre podnik situácia zhoršila, neustále sa zvyšovali ceny materiálu a práce, ktoré postupne znižovali tržby. Vstupy do výroby, teda stavebné práce, boli drahé a tak najmä v roku 2011 sa zvýšila nedokončená výroba. Podnik sa zamerlal i na menšie zákazky, čím vzrástli rozostavané stavby, napríklad rozostavaný úsek diaľnice D8, rekonštrukcia električkovej trati Karlovarská Plzeň a iné. V tomto roku bol pokračujúci trend poklesu objemu stavebných prác, ktorý medziročne prepadol o 8%. Zásoby sa tak navýšili až o 68,09% a to malo za následok opätovný nárast aktív podniku. Tiež sa navýšili i krátkodobé pohľadávky z obchodných vzťahov. Podnik vystavuje faktúry na investora prevažne v splatnosti.

Obr. 3.2 Horizontálna analýza aktív



Na rastúcom trende pasív spoločnosti sa podstatnou mierou podieľali cudzie zdroje, ktoré boli o viac ako dvojnásobok vyššie. U nich je možné sledovať dlhodobý rast, ale v roku 2011 poklesli. Najvýznamnejšou položkou cudzích zdrojov sú krátkodobé záväzky, ktoré sa relatívne znížili o 10,01%. Pre firmu plynú z ich nesplatených faktúr od dodávateľov služieb a stavebných prác. Rast stavebnej výroby podniku v Českej republike dosiahol vrcholu v roku 2008, kedy bol vznik finančnej krízy. Od tohto momentu môžeme pozorovať výraznejšie zmeny, výsledok hospodárenia za bežné účtovné obdobie sa znížil takmer o 11,5% a tento pokles bol i v nasledujúcich rokoch. Koncom roku 2008 bola viditeľná zostupná tendencia v objemoch stavebného trhu, čo sa prejavovalo úbytkom vypisovaných súťaží. Nasledujúci rok bol plne poznamenaný prepadom stavebných aktivít, taktiež sa znížil i dopyt po nových komerčných centrách, bytových a občianskych stavbách. V dôsledku poklesu práce došlo i k prepusteniu 350 zamestnancov.

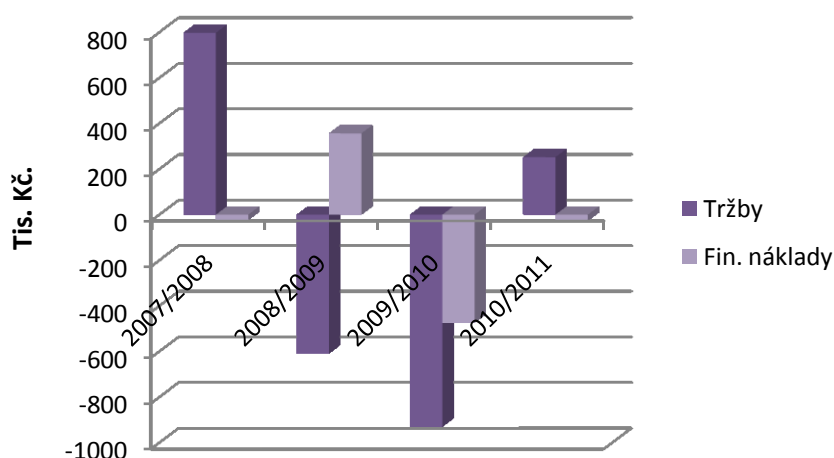
Obr. 3.3 Horizontálna analýza pasív



Interpretácia výsledkov horizontálnej analýzy výkazu ziskov a strát

Na vývoji výnosov podniku Metrostav a.s. sa značne odrazila finančná kríza. Rok 2008 predstavuje pre podnik významné posilnenie podnikateľských aktivít, výnosy podniku dosahovali najvyšších hodnôt. Rovnako i výkony dosahujú historicky najvyššieho vrcholu, a to 22,68 mld. Kč. Taktiež došlo k nárastu dcérskych spoločností Metrostavu, ktoré sa podieľali na dobrých výsledkoch. Orientácia bola hlavne na oblasť dopravného staviteľstva, napríklad tunel Klimkovice za viac ako 2,3 mld. Kč., alebo dostavba diaľnice D3 Tábor – Veselí a iné. Po roku 2008 začala hodnota výnosov klesať a spolu s nimi klesali i tržby, ktoré poklesli o 2,67%. V roku 2009 došlo v podniku k výraznej diverzifikácii výrobného programu v oblasti podzemného staviteľstva. Tento nepriaznivý vývoj bol však eliminovaný externými stavebnými výkonmi, ktoré dosiahli výšku 22,24 mld. Kč. I v nepriaznivých podmienkach si firma vďaka širokému zameraniu udržala svoje postavenie. Hlavným ťahačom pre podnik je predovšetkým Praha, ale aj iné oblasti Českej republiky a zahraničia, kde došlo k dostavaniu mnohých stavieb. V tomto roku došlo k poklesu úrokových výnosov o takmer 40%, vďaka splateniu časti pohľadávok z obchodných vzťahov. V roku 2010 prepadol stavebný trh o ďalších 7%, súbežne s poklesom verejných zákaziek a prípravou stavebných prác došlo k útlmu a teda i poklesu tržieb o 4,20%.

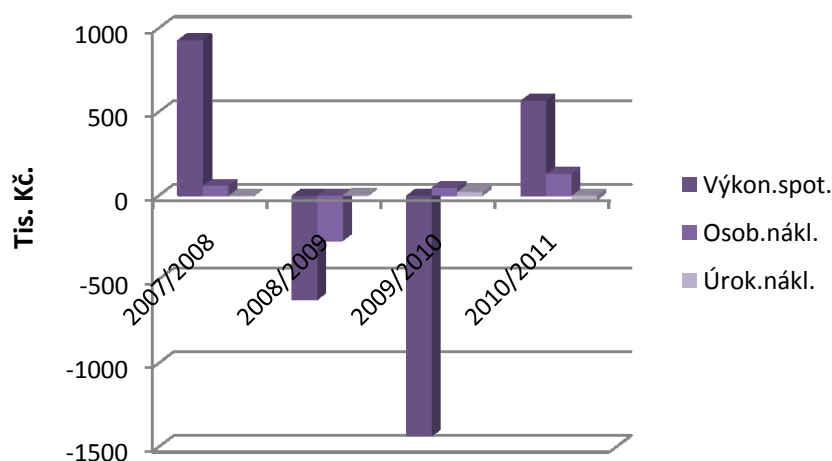
Obr. 3.4 Horizontálna analýza výnosov



U celkových nákladov môžeme pozorovať ich rastúci trend do roku 2008 a vplyvom finančnej krízy ich následný pokles. V roku 2008 dosahovali najvyšších hodnôt, a to 22 348 521 tis. Kč. Tento rok je pre podnik známy posilnením stavebných prác na trhu, teda veľkým počtom verejných súťaží v dopravných stavbách. Podnik tiež realizoval

mnohé investície strojnej povahy smerované k udržaniu výrobnéj kapacity nosných technológií. Celkové investície zamerané hlavne na vybavenie technológií pre realizáciu podzemných stavieb a železobetónových konštrukcií mostov činili 140 mil. Kč. To má za následok vysoké náklady a hlavne výkonovú spotrebu, ktorá tu dosahovala svoj vrchol. V nasledujúcom roku došlo k jej poklesu približne o 3,30%. V rokoch 2009 - 2010 nastalo zhoršenie situácie. Zníženie množstva zákaziek znamenalo i zníženie výkonovej spotreby, dochádzalo k miernemu prepúšťaniu zamestnancov, teda poklesli i mzdové náklady. V roku 2011 došlo k nepatrnému zvýšeniu celkových nákladov kvôli mnohým dostavaným, ale i rozostavaným budovám. Taktiež mal podnik vysoké investície v hodnote 331 mil. Kč, ktoré vložil do rozšírenia zariadenia pre výstavbu podzemných stavieb, a to najmä do technológie TBM. V polovici tohto roku bol v spolupráci so Stavebnou fakultou ČVUT Praha zahájený päťročný projekt VaV, zameraný na zvýšenie trvanlivosti betónových konštrukcií vystavených extrémnym podmienkam. Celkové náklady tohto projektu činili 16,9 mil. Kč. Ďalšími nákladmi boli náklady na výskum a vývoj v hodnote 3,2 mil. Kč.

Obr. 3.5 Horizontálna analýza nákladov



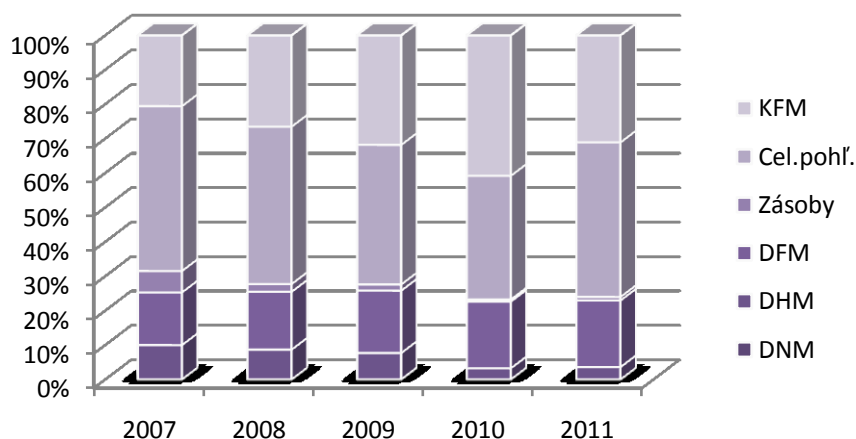
Vertikálna analýza výkazov

Táto časť je zameraná na vertikálnu analýzu súvahy a výkazu zisku a straty. Výpočty boli uskutočnené s využitím vzorca (2.3). Vybrané položky súvahy dávame do pomeru k základnej položke. V našom prípade je to u súvahy celková bilančná suma aktív a pasív. U výkazu ziskov a strát sú to celkové náklady a výnosy. Výsledky analýzy opäť môžeme pozorovať v obrázkoch.

Interpretácia výsledkov vertikálnej analýzy súvahy

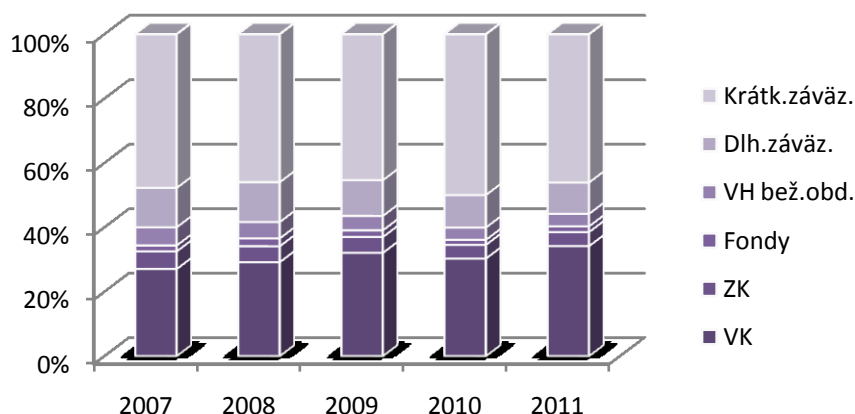
Najväčší podiel na majetku podniku tvoria krátkodobé aktíva, konkrétne pohľadávky. Od roku 2007 do 2010 klesajú, teda dochádza k ich splateniu, preto sa zvyšuje krátkodobý finančný majetok. Splatené pohľadávky od investorov podniku sa ukladajú na účty v bankách, takže i táto položka v čase rastie. U dlhodobých aktív je prevládajúcou položkou v pomere ku aktívam dlhodobý finančný majetok, a to najmä podiely v ovládaných osobách a podiely v účtovných jednotkách pod podstatným vplyvom.

Obr. 3.6 Vertikálna analýza aktív



Na pasívach spoločnosti sa najväčšou mierou podieľajú cudzie zdroje. Vo všetkých rokoch presahujú 60%. Z cudzích zdrojov najviac ovplyvňujú kapitálovú štruktúru podniku krátkodobé záväzky. Sú tvorené nesplatenými faktúrami od dodávateľov podniku, prípadne časovým rozlíšením nákladov na nedoručené faktúry za uskutočnené práce a dodávky služieb. I zádržné zvyšuje podniku cudzie zdroje, jeho hodnota je tvorená 5% z ceny diela od subdodávateľov. Zádržné si Metrostav a.s. necháva po dobu záruky stavby alebo iného diela. Najväčší podiel záväzkov bol v roku 2007. Iba v tomto roku mal podnik krátkodobý úver približne 60 mil. Kč., ktorý bol určený na financovanie kúpi obchodného podielu v spoločnosti Subterra a.s. Vlastný kapitál tvoril približne 30% z pasív. Na ich štruktúre sa najväčšou mierou podieľal v roku 2011, vďaka výsledku hospodárenia minulých rokov, ktoré tvorili 22,77%. Z čistého zisku firma vypláca dividendy a tantiémy.

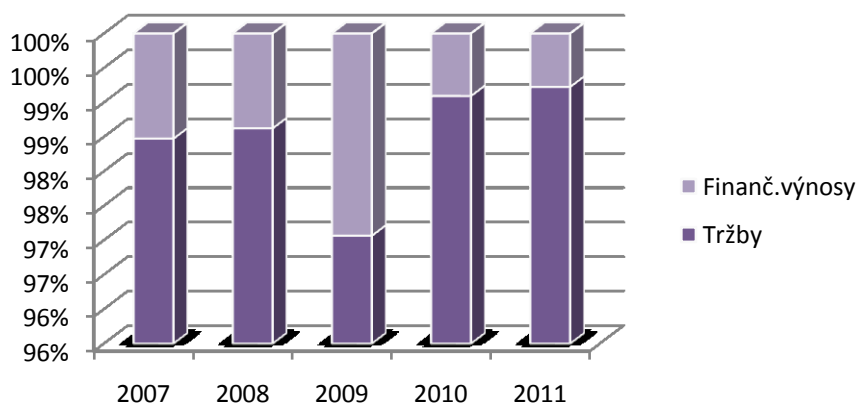
Obr. 3.7 Vertikálna analýza pasív



Interpretácia výsledkov vertikálnej analýzy výkazu ziskov a strát

Najväčší podiel na výnosoch tvoria tržby, ktoré do roku 2008 rastú. Podnik uplatňuje rôzne vnútropodnikové technológie na náročných projektoch v oblasti dopravnej infraštruktúry. Spoločnosť realizovala v Prahe 12,5 mld. Kč. externých výkonov. Medzi najznámejšie dokončené stavby i v iných oblastiach patrí obchodné centrum Palace v Pardubiciach, objekt Chemicko – technologickej fakulty Univerzity Pardubice a iné, prostredníctvom ktorých si takto zvýšila svoje tržby. Pôsobením finančnej krízy podnik znížil množstvo stavebných aktivít, v dôsledku toho sa tržby a výkony postupne znižujú. Finančné výnosy dosahujú najvyššieho podielu v roku 2009 a to 2,89%. Úrokové výnosy sú najvyššie v roku 2008, čo vyplýva z vysokých pohľadávok z obchodných vzťahov.

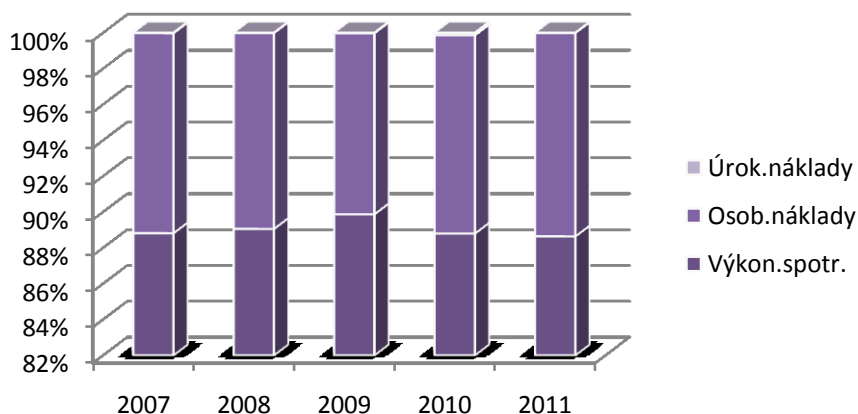
Obr. 3.8 Vertikálna analýza výnosov



Viac ako 80% nákladov tvorí výkonová spotreba, súvisiaca s mnohými stavebnými aktivitami. Veľký význam v podniku predstavujú i osobné náklady, ktoré tvoria okolo 10%

z celkových nákladov. Dôležitým zásadným atribútom kvalitného riadenia výroby je podpora a rozvoj technického a technologického know – how vlastných technikov a inžinierov, ktorý je aplikovaný na zákazkách, prináša maximálnu efektivitu výroby zhotoviteľovi a maximálnu kvalitu zákazníkovi. V spoločnosti Metrostav a.s. nechýbajú ani kontrolné mechanizmy a dôraz sa kladie i na prevenciu vzniku rizík. Spoločnosť zabezpečuje prehľbovanie kvalifikačnej úrovne svojich zamestnancov, priebežné vzdelávanie personálu vykonáva po celú dobu *Škola spôsobu riadenia a práce*. Najväčší podiel nákladov tvoria investície vynaložené na stroje a strojné vybavenie technológií pre realizáciu podzemných stavieb, železobetónových konštrukcií i podzemných stavieb a mostov. Celkové investície v roku 2008 dosiahli 140 mil. Kč. Do finančnej krízy mali celkové i mzdové náklady rastúcu tendenciu, následne dochádzalo k miernemu znižovaniu a prepúšťaniu zamestnancov. I po roku 2008 sa spoločnosť venovala investíciám na zlepšenie technologických schopností pri realizácii nosných železobetónových konštrukcií, s cieľom zvýšiť ich odolnosť voči agresívnym externým vplyvom. Orientovala sa tiež na rozvoj technológií pre podzemné stavby v oblasti vývoja hydroizolačných systémov.

Obr. 3.9 Vertikálna analýza nákladov



3.2.2 Analýza pomerových ukazovateľov

Táto časť práce je zameraná na pomerovú analýzu, ako podkapitola tradičných ukazovateľov merania výkonnosti podniku. Ukazovatele rentability, zadlženosti, likvidity a aktivity sú zhodnotené a aplikované na podnik Metrostav a.s.

Ukazovatele rentability

Najefektívnejším spôsobom ako zistiť ziskovosť daného podniku je využitie ukazovateľov rentability. Kvôli presnejšiemu vyjadreniu je lepšie ich sledovať v dlhšom

časovom období, v našom prípade je to v rokoch 2007 – 2011. Pre pozitívne zhodnotenie ziskovosti podniku, by mali mať tieto ukazovatele rastúci trend. V tabuľke Tab. 3.2 je prehľadné vyčíslenie jednotlivých ukazovateľov.

Tab. 3.2 Ukazovatele rentability

<i>Ukazovatele (%)</i>	<i>Vzorec</i>	<i>Obdobie</i>				
		2011	2010	2009	2008	2007
ROA	(2.4)	4,46%	4,86%	5,92%	6,60%	7,56%
ROE	(2.5)	11,36%	12,66%	13,97%	17,42%	20,91%
ROS	(2.8)	3,28%	3,36%	3,24%	3,56%	3,71%
ROCE	(2.6)	10,77%	12,43%	13,78%	15,46%	18,83%
Rent. nákladov	(2.9)	3,32%	3,45%	3,23%	3,63%	3,82%

Z tabuľky Tab. 3.2 je možné vidieť, že všetky ukazovatele sa v čase vyvíjali rovnakým trendom, v rokoch 2007 – 2011 dochádza k ich poklesu. Postupné znižovanie ukazovateľov rentability súvisí so znižovaním čistého zisku v podniku.

Rentabilita celkových aktív ROA bola najvyššia v roku 2007, kedy dosahovala 7,56%. Finančná kríza zapríčinila postupné znižovanie EBITu, čo malo za následok zníženie ROA, i keď aktíva v čase rástli, najmä kvôli pohľadávkam z obchodných vzťahov. V roku 2008 ROA výrazne pokleslo vďaka nižšiemu prevádzkovému VH, česká koruna sa voči zahraničným menám oslabilá, tak kleslo i množstvo predaného materiálu. Osobné i mzdové náklady mali vo firme po finančnej kríze tiež klesajúcu tendenciu.

Ukazovateľ rentability vlastného kapitálu by mal byť vyšší ako ROA, čo je v podniku splnené. Najvyššej hodnoty dosiahol v roku 2007, kedy bol i najvyšší čistý zisk v podniku. Na jednu korunu investovaného kapitálu tak pripadá približne 21% čistého zisku. Pokles EATu spôsobujú hlavne postupne znižujúce sa tržby po finančnej kríze, kedy prepadli stavebné aktivity predovšetkým v oblasti developerských projektov a tiež vyplácané dividendy a tantiémy. Znižoval sa i finančný výsledok hospodárenia. Napriek tomu dochádzalo k zvyšovaniu VK, hodnota kapitálových účastí sa zvýšila o 400 mil. Kč. Táto zmena bola spôsobená novými investíciami, ale i vplyvom priaznivého vývoja kurzu slovenskej koruny u slovenských kapitálových účastí. Vplyvom poklesu počtu zamestnancov bola dosiahnutá vyššia produktivita práce, takže ukazovatele rentability výkonov a rentability vlastného kapitálu sa pohybujú na stabilne priaznivej úrovni.

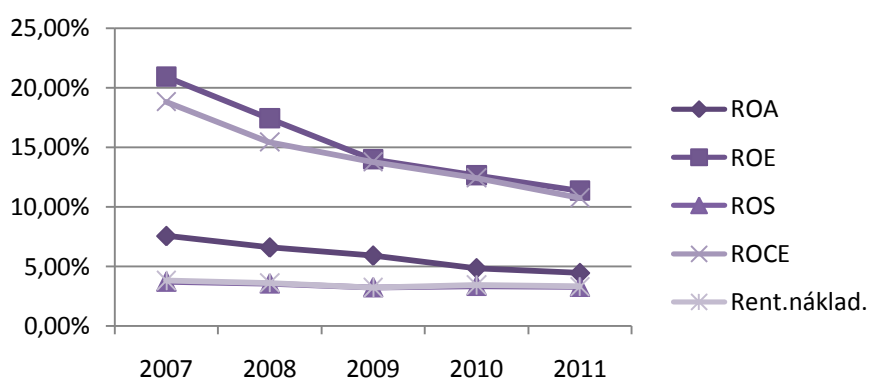
Rentabilita tržieb vzhľadom k čistému zisku bola najlepšia v rokoch 2007 – 2008. V tomto období podnik rozvíjal aktivity nielen v tuzemsku, ale i v zahraničí z dôvodu strategického rozvoja a využitia špeciálnych výrobných kapacít. Keďže boli dokončené

významné stavby, napr. stavba nákupného centra Optima Košice, obchodné centrum Laugaricio v Trenčíne a iné, vďaka ktorým si podnik prilepšil na svojich tržbách.

Ukazovateľ rentability investovaného kapitálu je taktiež najvyšší v roku 2007, čo zaistil EBIT vďaka vysokému objemu realizovaných stavebných prác. V rámci Českej republiky však došlo k obmedzeniu stavebných aktivít, takže hodnota EBITu bola zabezpečená orientáciou na iné krajiny. Najväčších stavebných aktivít dosiahol podnik v roku 2008, ale ROCE v tomto období kleslo, kvôli zvyšujúcemu sa VK a dlhodobých záväzkov spojených s neuhradenými faktúrami od dodávateľov služieb a stavebných prác v rámci realizovaných zákaziek, prípadne časovým rozlíšením nákladov.

Pre lepšie znázornenie je vývoj ukazovateľov zobrazený v nasledujúcom grafe.

Obr. 3.10 Vývoj ukazovateľov rentability



Ukazovatele zadlženosti

Analýza zadlženosti je veľmi skúmanou oblasťou finančnej analýzy, ktorá vypovedá o finančnom zdraví podniku. Vypočítané ukazovatele sú zachytené v tabuľke Tab. 3.3.

Tab. 3.3 Ukazovatele zadlženosti

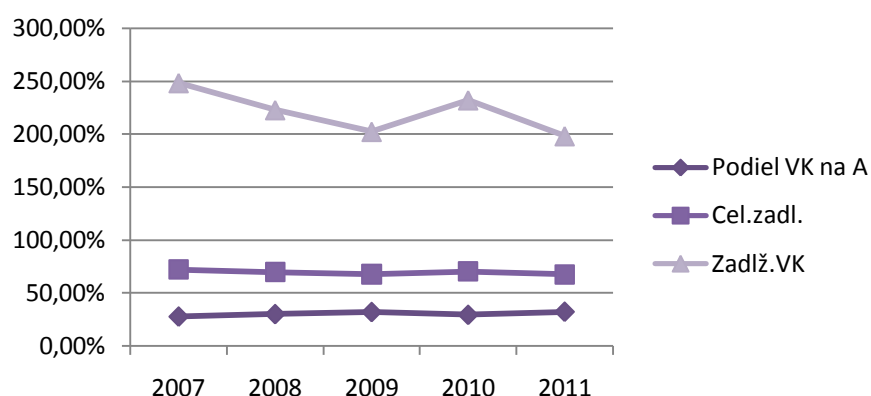
Ukazovatele	Vzorec	Obdobie				
		2011	2010	2009	2008	2007
Podiel VK na Aktívach	(2.21)	32,22%	29,31%	31,94%	30,00%	27,67%
Stupeň krytia SA	-	187,23%	178,13%	170,51%	169,95%	160,81%
Majetkový koeficient (fin. páka)	(2.12)	3,10	3,41	3,13	3,33	3,61
Celková zadlženosť	(2.10)	67,78%	70,69%	68,06%	70,00%	72,33%
Zadlženosť VK	(2.15)	198,11%	232,06%	202,21%	222,75%	248,33%
Ukazovateľ úr. krytia	(2.13)	643,93	33,80	179,95	589,34	282,17
Ukazovateľ úrok. zaťaž.	(2.14)	0,002	0,030	0,006	0,002	0,004

Celková zadlženosť by sa mala pohybovať v intervale 30% - 70%. V podniku je zadlženosť okolo 70%, v rokoch 2007 a 2010 je optimálna hodnota prekročená. Relatívne vysoké hodnoty sú spôsobené cudzími zdrojmi, ktoré sú o viac ako dvakrát vyššie než vlastný kapitál. Veľkým podielom cudzích zdrojov sú predovšetkým rezervy, ktoré si podnik tvorí na významné budúce opravy dlhodobého majetku, rezervy na dokončenie projektov a na záručné opravy. Ďalšou položkou cudzích zdrojov sú krátkodobé a dlhodobé záväzky. Záväzky sú tvorené najmä neuhradenými faktúrami od dodávateľov služieb a stavebných prác v rámci realizovaných zákaziek, pričom splatnosť faktúr sa pohybuje v intervale 30 – 90 dní, a tiež sú tvorené časovým rozlíšením nákladov na nedoručené faktúry za prevedené práce a dodávky služieb. Celkovú zadlženosť tak zvyšujú záväzky z obchodných vzťahov, záväzky k spoločníkom a k účastníkom združenia, a tiež krátkodobé prijaté zálohy. Bankové úvery mal podnik iba v roku 2007. Podiel vlastného kapitálu na aktívach dáva s celkovou zadlženosťou dohromady 100%. Majetkový koeficient má miernu klesajúcu tendenciu, vlastný kapitál rástol rýchlejšie ako aktíva podniku.

Úrokové krytie je najvyššie v roku 2011, činí hodnotu 643,93, teda nákladové úroky boli 643,93 krát pokryté EBITom. Hodnoty tohto ukazovateľa sú vysoké, pretože podnik má len nízke nákladové úroky. Metrostav a.s. nedisponuje bankovými úvermi. Ukazovateľ úrokového zaťaženia bol najvyšší v roku 2010, kedy boli v podniku najvyššie nákladové úroky plynúce z dvoch zdrojov. V menšej miere z faktoringu (postupovanie pohľadávok za investorov pred lehotou splatnosti s diskontom), ale v prevažnej časti sú tvorené ako preúčtovanie zo združenia, kde účtovníctvo vedie iný účastník združenia a v rámci hospodárenia združenia je čerpaný úver, uskutočnený faktoring alebo je stavba účastníkov združenia financovaná a úroky sú do združenia preúčtované.

Majetkový koeficient (finančná páka) ukazuje zhodnotenie cudzích zdrojov a ich vplyv na rentabilitu investovaného kapitálu. Má v čase klesajúci charakter, to znamená že čoraz menšie množstvo aktív pripadá na 1 korunu vlastného kapitálu. Pokles ukazovateľa spôsobil rast vlastného kapitálu, v dôsledku nárastu HV minulých rokov a prostriedkov vo fondoch podniku.

Obr. 3.11 Vývoj ukazovateľov zadlženosti



Ukazovatele aktivity

V tejto časti budú zhrnuté ukazovatele aktivity, ktoré ukazujú ako podnik optimálne využíva svoj vložený kapitál. Spracované výsledky jednotlivých ukazovateľov sú v tabuľke Tab.3.4.

Tab. 3.4 Ukazovatele aktivity

		Obdobie				
Ukazovatele (dni)	Vzorec	2011	2010	2009	2008	2007
Obrátka celkových aktív	(2.16)	1,12	1,10	1,38	1,47	1,56
Doba obratu aktív	(2.17)	322,47	326,17	261,65	245,54	231,05
Doba obratu zásob	(2.18)	3,26	1,96	4,67	5,51	14,29
Doba obratu pohľadávok	(2.19)	143,49	116,00	104,79	111,25	109,67
Doba obratu záväzkov	(2.20)	169,61	189,25	147,02	147,18	141,61

Obrat celkových aktív sa v sledovanom období 2007 – 2011 vyvíjal klesajúcim tempom v intervale od 1,56 – 1,10. Podnik teda neefektívnejšie využíval svoje aktíva. Najvyššia hodnota bola v roku 2007, kedy sa celkové aktíva obrátili na tržby 1,56- krát. Oproti tomu v roku 2010 sa aktíva obrátili len 1,10- krát. Hlavnou príčinou bol pokles tržieb, ktorý bol spôsobený zníženým objemom stavebných aktivít, najmä v juhovýchodnej Európe, kde došlo k medziročnému poklesu o 20%. Vplyvom finančnej krízy po roku 2008 sa znižoval počet verejných súťaží. Pokles dopytu po stavebných činnostiach bol značný, aby si podnik zachoval svoj obrat pokračoval v rozostavaných stavbách a realizáciou projektov v dopravnej infraštruktúre.

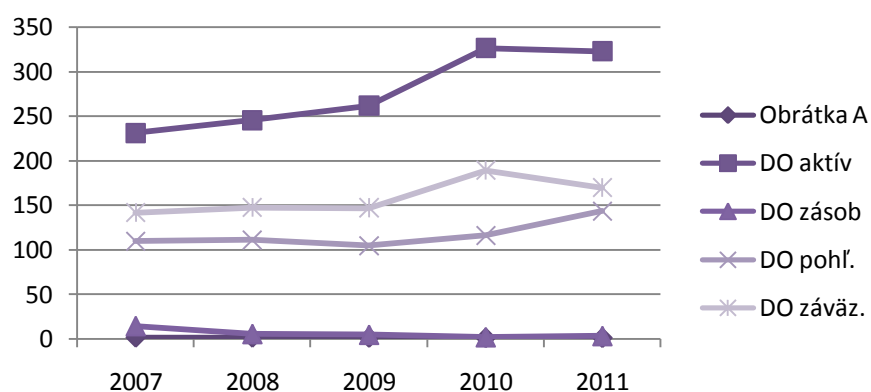
Doba obratu aktív určuje za ako dlho sa aktíva podniku premenia na tržby. Nižšie hodnoty predstavujú pre podnik lepšie výsledky. Najnižšia hodnota je dosiahnutá v roku

2007 a najvyššia v roku 2010, kedy sa aktíva premenia na tržby za 326,17 dní. V čase však tento ukazovateľ stúpa, teda pozorujeme zhoršenú situáciu premeny aktív na tržby.

Doba obratu zásob určuje za aký čas sa zásoby premenia na tržby. Tento ukazovateľ má klesajúcu tendenciu, aj vďaka klesajúcim zásobám a nedokončenej výrobe. V roku 2010 sa zásoby premenia na tržby za 1,96 dní, to je najnižšia hodnota za sledované obdobie. Podnik v tomto roku dokončil mnohé stavby, napríklad výstavba trolejbusovej trati Plzeň – Borské pole, Tunely Siglufjörður a Olafsfjörður na Islande, Poľnohospodárska univerzita Suchdol- laboratória MCEV (medzi fakultné centrum environmentálnych vied) a mnohé iné, čím znížil počet rozostavaných stavieb a tak zlepšuje intenzitu využitia zásob.

Doba obratu pohľadávok je doba, za ktorú budú podniku splatené pohľadávky, teda odberatelia zaplatia faktúry. Podnik vystavuje faktúry na investora prevažne v splatnosti. Tento ukazovateľ je nižší než doba obratu záväzkov. Najnižšia hodnota doby obratu pohľadávok je v roku 2007, kedy je podnik schopný uhradiť svoje pohľadávky za 104,79 dní.

Obr.3.12 Vývoj ukazovateľov aktivity



Ukazovatele likvidity

Ukazovatele likvidity informujú o schopnosti podniku dostať svojim záväzkom. Týmto spôsobom je možné si overiť bonitu podniku, jeho platobnú schopnosť. Jednotlivé ukazovatele sú zachytené v tabuľke Tab.3.5 a boli počítané pomocou vyznačených vzorcov.

Tab. 3.5 Ukazovatele likvidity

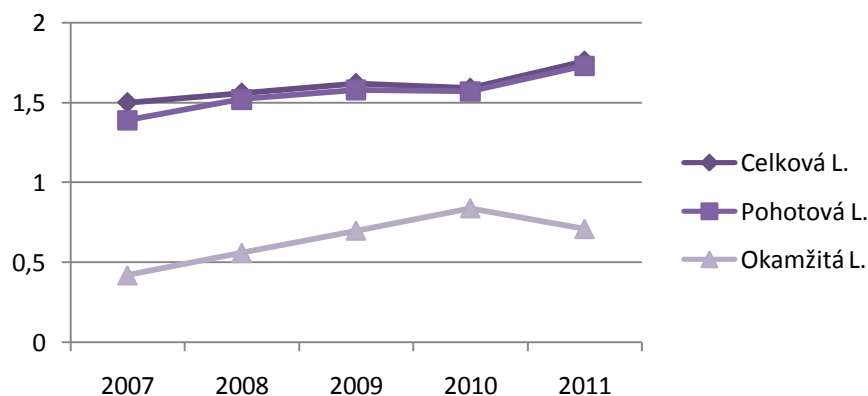
Ukazovatele	Obdobie					
	Vzorec	2011	2010	2009	2008	2007
Celková likvidita	(2.21)	1,76	1,59	1,62	1,56	1,50
Pohotovú likvidita	(2.22)	1,73	1,57	1,58	1,52	1,39
Okamžitú likvidita	(2.23)	0,71	0,84	0,70	0,56	0,42
Podiel pohľadávok na OA	-	58,33%	46,49%	54,70%	61,38%	64,13%
Podiel zásob na OA	-	1,33%	0,79%	2,44%	3,04%	8,35%
ČPK (tis. Kč.)	(2.24)	3 826 632	3 373 933	2 899 315	2 748 841	2 153 922

Celková likvidita podniku by sa mala pohybovať v intervale od 1,5 do 2,5, pričom v každom roku sú tieto hodnoty splnené. Tesne na dolnej hranici optimálnej celkovej likvidity sa podnik nachádzal v roku 2007, v ktorom boli za celé sledované obdobie najnižšie krátkodobé záväzky aj obežné aktíva, hlavne krátkodobý finančný majetok.

U okamžitej likvidity je stanovená spodná hranica na úroveň 0,6, ktorú podnik nedosiahol v roku 2007 a 2008. Nízke hodnoty na účtoch v bankách i hotovostné peniaze môžu spôsobiť problém s okamžitou splatnosťou záväzkov.

Interval pre pohotovú likviditu je 1 – 1,5, toto rozmedzie je v podniku splnené len v roku 2007. V ostatných rokoch dosahuje Metrostav a.s. i vyšších hodnôt čo naznačuje, že podnik nemá problémy so schopnosťou dostať svojim záväzkom. Záväzky sú spojené s neuhradenými faktúrami od dodávateľov služieb a stavebných prác, pričom podnik tieto záväzky je schopný uhradiť pravidelne v intervale 30 – 90 dní. Naopak podnik má viac likvidných prostriedkov než je potrebné, mohol by znížiť prostriedky na účtoch a lepšie ich investovať.

Obr.3.13 Vývoj ukazovateľov likvidity



3.2.3 Pyramídový rozklad rentability vlastného kapitálu

Pre firmu je veľmi dôležité poznať ziskovosť jej vlastného kapitálu, preto je neodmysliteľnou súčasťou finančnej analýzy skúmanie ukazovateľa rentability vlastného kapitálu. Kvôli lepšiemu prevereniu finančného zdravia podniku tak neostaneme len pri samotnom výpočte ukazovateľa, ale v tejto časti práce sa zameriame taktiež na jeho pyramídový rozklad. Bude uskutočnený pomocou metódy postupných zmien prvej a druhej úrovne rozkladu. Výsledkom bude odhalenie vplyvov čiastkových ukazovateľov na vrcholový ukazovateľ rentability vlastného kapitálu ROE. Vyčíslené vplyvy sú zobrazené v nasledujúcich tabuľkách.

Vstupnými údajmi je všeobecný pyramídový rozklad ROE v rokoch 2007 – 2011.

Tab. 3.6 Hodnoty čiastkových ukazovateľov ROE – pyramídový rozklad (tis. Kč)

<i>Ukazovateľ</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
ROE v %	20,91%	17,42%	13,97%	12,66%	11,36%
ROE	0,2091	0,1742	0,1397	0,1266	0,1136
EAT/T	0,0371	0,0356	0,0324	0,0336	0,0328
T/A	1,5581	1,4662	1,3759	1,1037	1,1164
A/VK	3,6142	3,3335	3,1313	3,4118	3,1037
EAT/EBT	0,7676	0,7926	0,7572	0,7873	0,8220
EBT/EBIT	0,9965	0,9983	0,9944	0,9704	0,9984
EBIT/T	0,0485	0,0450	0,0430	0,0440	0,03994

V tabuľkách Tab.3.7 – Tab.3.10 sú vyčíslené vplyvy čiastkových ukazovateľov na vrcholový ukazovateľ ROE a na druhej úrovni rozkladu, vplyvy čiastkových ukazovateľov na ukazovateľ čisté ziskové rozpätie.

Tab. 3.7 Prvá a druhá úroveň rozkladu ROE za roky 2007 – 2008

<i>Ukazovateľ</i>	<i>Zmena</i>	<i>Vplyv %</i>	<i>Poradie</i>
Čisté ziskové rozpätie	-0,0015	-0,84	3
Obrátka aktív	-0,0920	-1,18	2
Finančná páka	-0,2807	-1,47	1
Σ	-	-3,49	-
Daňová redukcia	0,0250	0,12	2
Úroková redukcia	0,0018	0,01	3
Prevádzková rent.	-0,0035	-0,28	1
Σ	-	-0,15	-

Obdobie 2007 – 2008 má pre podnik veľký význam, je tu príznačný určitý vzostup, ktorý sa prejavuje zvyšujúcimi sa stavebnými aktivitami. V roku 2007 má ROE hodnotu 20,91%, čo je najvyššia hodnota za sledované obdobie, v dôsledku najvyššieho čistého zisku. V nasledujúcom roku rentabilita vlastného kapitálu poklesla na 17,42%.

V prvej úrovni rozkladu mala na ROE najväčší vplyv finančná páka, ktorá jeho hodnotu znižuje o 1,47%. Vysoké cudzie zdroje, ktoré sú tvorené prevažne záväzkami z nesplatených faktúr od dodávateľov stavebných prác, podnik využíva iba v minimálnej miere a snaží sa použiť najmä svoje vlastné zdroje. Značnou mierou tieto zdroje využil na dopravné stavby, najmä na dokončenie výstavby mostov a tunelov na diaľnici D8 v Ústeckom kraji, asanáciu skládky v Chabařoviciach a na realizáciu rýchlostnej komunikácie 1/48 Tošanovice – Žukov.

Druhá úroveň rozkladu je zameraná na zistenie vplyvov čiastkových ukazovateľov na čisté ziskové rozpätie. Najviac ho ovplyvnila prevádzková rentabilita, ktorá ho znížila v dôsledku poklesu EBITu a nárastu tržieb v tomto období o 0,28%.

Tab. 3.8 Prvá a druhá úroveň rozkladu ROE za roky 2008 – 2009

<i>Ukazovateľ</i>	<i>Zmena</i>	<i>Vplyv %</i>	<i>Poradie</i>
Čisté ziskové rozpätie	-0,0032	-1,58	1
Obrátka aktív	-0,0903	-0,98	2
Finančná páka	-0,2023	-0,90	3
Σ	-	-3,46	
Daňová redukcia	-0,0354	-0,16	1
Úroková redukcia	-0,0039	-0,01	3
Prevádzková rent.	-0,0020	-0,15	2
Σ	-	-0,43	-

V rokoch 2008 - 2009 ROE pokleslo z 17,42% na 13,97%. Na ukazovateľ má najväčší vplyv čisté ziskové rozpätie, ktoré ho znižuje o 1,58%. V tomto období sa prejavuje existujúca finančná kríza. Rast stavebnej výroby v ČR dosiahol vrcholu v roku 2008 a rok 2009 bol už poznamenaný prepadosť stavebných aktivít. V dôsledku toho došlo k poklesu EATu i tržieb. Na druhej úrovni rozkladu má na rentabilitu tržieb, teda i na ROE najväčší vplyv daňová redukcia, ktorá daný ukazovateľ znižuje o 0,16%. Najmenší vplyv má úroková redukcia, ktorá ho znižuje len o 0,01%.

Tab. 3.9 Prvá a druhá úroveň rozkladu ROE za roky 2009 – 2010

<i>Ukazovateľ</i>	<i>Zmena</i>	<i>Vplyv %</i>	<i>Poradie</i>
Čisté ziskové rozpätie	0,0012	0,52	3
Obrátka aktív	-0,2722	-2,87	1
Finančná páka	0,2805	1,04	2
Σ	-	-1,31	-
Daňová redukcia	0,0301	0,13	1
Úroková redukcia	-0,0240	-0,08	2
Prevádzková rent.	0,0010	0,07	3
Σ	-	0,22	-

Z Tab. 3.6 môžeme vidieť, že ROE v tomto období opäť kleslo z 13,97% na 12,66%. Najväčší, i keď záporný vplyv na ROE má obrátka aktív. Tržby v tomto roku výrazne poklesli kvôli pretrvávajúcej kríze, zatiaľ čo aktíva podniku výrazne narastali v dôsledku zvyšujúcich sa dlhodobých pohľadávok z obchodných vzťahoch a pohľadávok za spoločníkov a účastníkov združenia. Môžeme tak povedať, že podnik expanduje. Čisté ziskové rozpätie najviac ovplyvňuje daňová redukcia, ktorá ho zvyšuje o 0,13%. V podniku sa tak zvýšila výnosnosť z hlavnej činnosti pripadajúca na 1 korunu tržieb.

Tab. 3.10 Prvá a druhá úroveň rozkladu ROE za roky 2010 – 2011

<i>Ukazovateľ</i>	<i>Zmena</i>	<i>Vplyv %</i>	<i>Poradie</i>
Čisté ziskové rozpätie	-0,0008	-0,32	2
Obrátka aktív	0,0127	0,14	3
Finančná páka	-0,3080	-1,13	1
Σ	-	-1,31	-
Daňová redukcia	0,0347	0,15	2
Úroková redukcia	0,0280	0,10	3
Prevádzková rent.	-0,0041	-0,33	1
Σ	-	-0,08	-

Rentabilita vlastného kapitálu i v tomto období opäť klesla a to z 12,66% na 11,36%. Každoročný pokles ROE spôsobil hlavne neustále klesajúci čistý zisk, kvôli nižším možnostiam stavebných prác, teda zhoršeniu situácie v stavebnom priemysle. A taktiež i zvyšovanie vlastného kapitálu. Na ROE najviac vplývala finančná páka, ktorá ho znížila o 1,13%. Nárast aktív nebol tak značný ako rast vlastného kapitálu, podnik si čoraz vyššie čiastky odvádzal do kapitálových fondov a i v dôsledku zhoršujúcej situácie vyplácal z čistého zisku menšie množstvo dividend, čím sa navýšil HV z minulých rokov a teda i vlastný kapitál.

Na druhej úrovni rozkladu najviac pôsobila prevádzková rentabilita, ktorá znížila ukazovateľ o 0,33%. EBIT i v tomto období klesal, zatiaľ čo tržby sa mierne zvýšili. Reštrikcia štátneho rozpočtu sa prejavila v poklese investícií, čo zasiahlo plošne celé staviteľstvo. Znížilo sa množstvo vypísaných súťaží v hodnote nad 500 mil. Kč. Podnik sa v ekonomickej recesii správal flexibilne a i v ťažkej situácii si snažil zachovať svoj obrat orientáciou na menšie akcie od 50 do 300 mil. Kč, kedy sa vyostřil konkurenčný boj. Tiež sa firma zameriavala na zahraničné trhy, napríklad na Slovensku došlo k dostavbe letiska Sliač, mini oceliarne Strážské a iné.

3.2.4 Súhrnné indexy hodnotenia

V tejto kapitole sú zhodnotené výsledky vybraných bankrotných a bonitných modelov. Pomocou nich je overené finančné zdravie podniku Metrostav a.s. Z bankrotných modelov je použitý index IN05, ako posledná verzia indexov IN v podmienkach ČR. Zástupcom bonitných model je Kralickuv Quick-test.

Index IN 05

Tabuľka Tab. 3.11 zhodnocuje finančné zdravie podniku pomocou indexu IN05. Päť ukazovateľov bolo vynásobených príslušnými váhami.

Tab. 3.11 Výsledky Indexu IN05 v sledovanom období 2007-2011

<i>Ukazovateľ</i>	<i>Index</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
<i>A/CZ</i>	0,13	1,46	1,50	1,55	1,47	1,57
<i>EBIT/U</i>	0,04	282,17	589,34	179,95	33,80	643,93
<i>EBIT/A</i>	3,97	0,08	0,07	0,06	0,05	0,04
<i>V/A</i>	0,21	1,60	1,50	1,44	1,12	1,15
<i>OA/KCZ</i>	0,09	1,52	1,56	1,62	1,59	1,76
<i>Index IN05</i>		12,25	24,49	8,08	2,11	26,54

V sledovanom období hodnoty indexu IN05 prevyšujú hodnotu 1,6 a okrem roku 2010 je to dokonca i niekoľko násobne. S istotou tak môžeme tvrdiť, že podnik je finančne zdravý, teda vytvára hodnotu pre vlastníkov. V spoločnosti sa síce zisk v priebehu sledovaného obdobia znižoval, ale stále bol dostatočný.

Index IN05 odvetvia

Na základe dostupných údajov zo stránky Ministerstva priemyslu a obchodu sme vyčíslili index IN05 odvetvia, ktorý zhodnocuje jeho finančnú situáciu.

Tab. 3.12 Výsledky Indexu IN05 v sledovanom období 2007-2011 v odvetví stavebníctva

Ukazovateľ	Index	2007	2008	2009	2010	2011
A/CZ	0,13	1,45	1,57	1,61	1,64	1,68
EBIT/U	0,04	6,53	11,65	21,43	18,28	28,21
EBIT/A	3,97	0,07	0,06	0,09	0,06	0,05
V/A	0,21	1,33	1,23	1,30	0,94	0,89
OA/KCZ	0,09	1,41	1,47	1,73	1,85	1,93
Index IN05		1,12	1,31	1,87	1,56	1,89

V sledovanom období hodnoty indexu IN05 prevyšujú hodnotu 1,6 len v rokoch 2009 a 2011. Môžeme tvrdiť, že v týchto rokoch je odvetvie stavebníctva finančne zdravé, teda vytvára hodnotu pre vlastníkov. Vo zvyšných obdobiach je hodnota nižšia než odporúčaná hodnota 1,6. Odvetvia sa nachádza v šedej zóne, čo znamená že síce nevytvára hodnotu pre vlastníkov, ale nehrozí ani bankrot. Ani v jednom roku neprekročil spodnú hranicu 1. Pre porovnanie s podnikom Metrostav a.s. vidíme, že samotná firma je v sledovanom období na tom lepšie, ako je celé odvetvie. Odhadujeme, že v stavebnom odvetví sa môže nachádzať celá rada ekonomicky slabších podnikov, ktoré zhoršujú výsledky finančnej situácie daného odvetvia.

Kralickův Quick-test

Z bonitných modelov bol pre hodnotenie finančného zdravia vybraný Kralickův Quick – test. Podľa neho je finančné zdravie hodnotené pomocou štyroch rovníc, ktorým sú následne priradené určité body z hľadiska kapitálovej sily, zadlženia, výnosnosti a finančnej pozície. Podnik je tiež ohodnotený aj ako celok. Nasledujúca tabuľka zobrazuje zhodnotenie finančnej situácie podniku.

Tab. 3.13 Výsledky Kralickova Quick – testu v sledovanom období 2007– 2011

	2007		2008		2009		2010		2011	
Ukazovateľ	výsledok	p. b.	výsledok	p. b.	výsledok	p. b.	výsledok	p. b.	výsledok	p. b.
R1	0,277	3	0,299	3	0,319	4	0,293	3	0,322	4
R2	2,118	4	1,293	4	0,786	4	0,446	4	0,677	4
R3	0,076	1	0,066	1	0,059	1	0,049	1	0,045	1
R4	0,123	4	0,175	4	0,226	4	0,357	4	0,283	4
Hod. fin. stab.		3,5		3,5		4		3,5		4
Hod. výnos.		2,5		2,5		2,5		2,5		2,5
Hod. cel. sit.		3		3		3,25		3		3,25

Podľa tabuľky Tab. 3.11 môžeme vidieť, že celková situácia podniku dosahuje 3 body alebo viac, teda ho môžeme označiť za bonitný, veľmi dobrý (Dluhošová, 2008). V každom roku bola však u podniku zhoršená výnosnosť, ktorá dosahovala 2,5 bodu, ale spoločnosť nikdy neprekročila spodnú hranicu 1 bod. Najlepšie sú ohodnotené ukazovatele doby splácania dlhu (R2), teda firma je finančne stabilná a silná a Cash-flow podnikového výkonu (R4), ktoré boli ohodnotené 4 bodmi. Problém bol u ukazovateľa rentability celkových aktív (R3), kedy sa podnik nachádzal na spodnej hranici 1 bodu.

Z výsledkov oboch testov môžeme tvrdiť, že podnik Metrostav a.s. je finančne zdravá firma s nízkou pravdepodobnosťou bankrotu.

3.3 Analýza finančnej výkonnosti podniku pomocou ukazovateľa EVA

V tejto kapitole sa zameriavame na stanovenie hodnoty ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty. Ukazovateľ EVA zaraďujeme medzi moderné metódy hodnotenia finančnej výkonnosti. Pre zhodnotenie finančnej výkonnosti podniku Metrostav a.s. za obdobie 2007 – 2011 bude použitá ekonomická pridaná hodnota na báze zúženého hodnotového rozpätia, a to konkrétne EVA equity.

3.3.1 Výpočet nákladov na kapitál (WACC)

Pre vyčíslenie ukazovateľa EVA je dôležité stanoviť náklady na kapitál. V tejto kapitole sa zameriame na ich výpočet, kde bude využitý najrozšírenejší model v ČR, a to je Stavebnicový model využívaný i ministerstvom priemyslu a obchodu. Najskôr sú stanovené rizikové prirážky a následne vyčíslené jednotlivé druhy nákladov na kapitál. Postup výpočtu jednotlivých rizikových prirážok a stanovenia nákladov kapitálu je zachytený v prílohe č. 9.

Bezriziková sadzba R_f

Hodnoty bezrizikovej sadzby v jednotlivých rokoch boli získané z finančných analýz MPO, ktoré sú stanovené ako výnosy desaťročných štátnych dlhopisov. Tieto bezrizikové sadzby sa používajú v dôsledku považovania za najmenej rizikové inštrumenty finančného trhu.

Tab. 3.14 Hodnoty bezrizikovej sadzby R_f v rokoch 2007 – 2011

Položka/Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Bezriziková R_f	4,28%	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%

Zdroj: www.mpo.cz, finančné analýzy

Riziková prirážka charakterizujúca veľkosť podniku R_{LA}

Táto prirážka bola stanovená na základe výpočtu hodnoty úplatných zdrojov UZ, ktoré boli vyčíslené ako súčet vlastného kapitálu, dlhodobých a krátkodobých bankových úverov. Vzhľadom k tomu, že UZ sú v každom roku vyššie ako 3 mld. Kč., veľkosť rizikovej prirážky $R_{LA} = 0\%$.

Tab. 3.15 Hodnoty rizikovej prirážky R_{LA} v rokoch 2007 – 2011

Položka/Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Riziková prirážka R_{LA}	0%	0%	0%	0%	0%

Riziková prirážka charakterizujúcej produkčnú silu $R_{podnikateľská}$

Táto prirážka je závislá na ukazovateli rentability aktív, ktorý sa porovnáva s ukazovateľom X1. Podmienky pre jej výpočet sú uvedené v kapitole 2.3 a konkrétny výpočet je zobrazený v prílohe č. 9. V podniku Metrostav a.s. je ROA v každom roku väčšie ako X1, preto sme rizikovú prirážku $R_{podnikateľská}$ stanovili na úrovni min. podnikateľského prostredia.

Tab. 3.16 Hodnoty rizikovej prirážky $R_{podnikateľská}$ v rokoch 2007 – 2011

Položka/Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Riziková prirážka $R_{podnik.}$	2,94%	3,38%	3,07%	3,54%	3,57%

Riziková prirážka charakterizujúca finančnú stabilitu $R_{finstab}$

Pri rizikovej prirážke $R_{finstab}$ sa porovnáva celková likvidita L3 s doporučenými hodnotami LX1= 1 a LX2=2,5. Konkrétne podmienky pre výpočet sú zobrazené v kapitole 2.3. Hodnota ukazovateľa L3 sa nachádzala medzi hodnotami ukazovateľov LX1 a LX2,

preto sme rizikovú prirážku vyčíslili za pomoci vzorca $R_{finstab} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1$.

Podrobný výpočet je v prílohe č. 9.

Tab. 3.17 Hodnoty rizikovej prirážky $R_{finstab}$ v rokoch 2007 – 2011

Položka/Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Riziková prirážka $R_{finstab}$	4,41%	3,90%	3,43%	3,72%	2,45%

Výpočet WACC

V tejto časti sú vypočítané náklady $WACC_U$ podľa vzorca (2.63) a WACC podľa vzorca (2.64). Konkrétne výpočty sú opäť v prílohe č. 9. Nasledujúca tabuľka zobrazuje ich vyčíslené hodnoty.

Tab. 3.18 Stanovenie nákladov WACC

Položka/ Rok	2007	2008	2009	2010	2011
CZ	9 692 903	10 381 320	10 405 147	13 088 507	12 287 568
CZ/A	0,6870927	0,66822024	0,64578024	0,680167	0,63828708
t	24%	21%	20%	19%	19%
WACC U	11,63%	11,83%	11,17%	10,97%	9,53%
WACC	9,71%	10,17%	9,73%	9,55%	8,38%

Náklady vlastného kapitálu

Hodnota nákladov vlastného kapitálu je stanovená pomocou vzorca (2.65), tiež ich môžeme stanoviť ako súčet všetkých rizikových prirážok.

Tab. 3.19 Stanovenie nákladov vlastného kapitálu

Položka/ Rok	2007	2008	2009	2010	2011
WACC U	0,11632	0,11833	0,11170	0,10970	0,09533
UZ/ A	0,28094	0,29999	0,31936	0,29310	0,32219
t	24,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%
R _f	0,0428	0,0455	0,0467	0,0371	0,0351
CZ/Z	0,76760	0,79261	0,75724	0,78729	0,82197
(UZ/A) - (VK/A)	0,0042532	0	0	0	0
VK/A	0,2766863	0,2999824	0,3193592	0,2931025	0,3221910
Re	11,76%	11,83%	11,17%	10,97%	9,53%

Tab. 3.20 Stanovenie nákladov vlastného kapitálu pomocou rizikových prirážok

Položka / Rok	2007	2008	2009	2010	2011
R _F	4,28%	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%
R _{LA}	0%	0%	0%	0%	0%
R _{podnikateľské}	2,94%	3,38%	3,07%	3,54%	3,57%
R _{finstab}	4,41%	3,90%	3,43%	3,72%	2,45%
R _{finstr}	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Re	11,76%	11,83%	11,17%	10,97%	9,53%

3.3.2 Výpočet ukazovateľa EVA

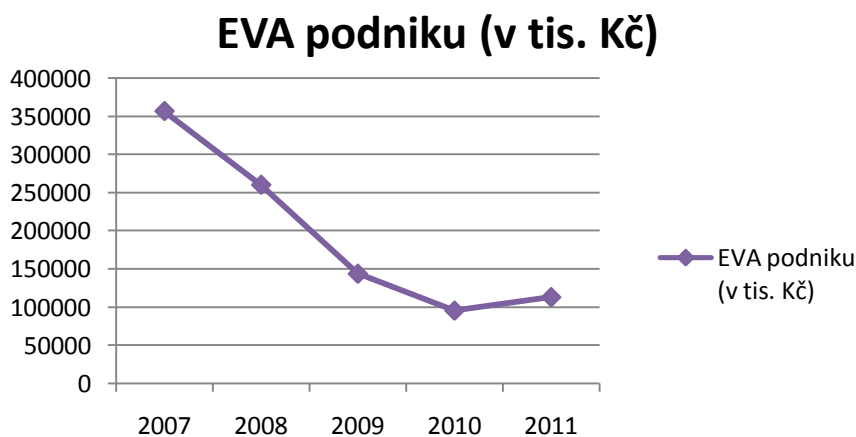
V tejto časti je vyčíslený ukazovateľ ekonomická pridaná hodnota EVA pomocou vzorca (2.54). Pri výpočte tohto ukazovateľa na báze zúženého hodnotového rozpätia je dôležité poznať ukazovateľ rentability vlastného kapitálu (ROE), vlastný kapitál a náklady na vlastný kapitál. Tabuľka Tab. 3.21 zobrazuje vyčíslený ukazovateľ EVA v sledovanom období 2007 – 2011, ktorý je vo všetkých rokoch kladný.

Tab. 3.21 Hodnoty ukazovateľa EVA podniku Metrostav a.s. a spreadu v rokoch 2007 - 2011

<i>V tis. Kč.</i>	<i>ROE</i>	<i>R_e</i>	<i>E</i>	<i>Spread</i>	<i>EVA- Equity</i>
2007	20,91%	11,76%	3 903 248	9,15%	357 010
2008	17,42%	11,83%	4 660 460	5,59%	260 378
2009	13,97%	11,17%	5 145 682	2,80%	143 846
2010	12,66%	10,97%	5 640 195	1,69%	95 486
2011	11,36%	9,53%	6 202 444	1,83%	113 199

Hodnoty ukazovateľa EVA udávajú novo vytvorenú hodnotu, teda celkový efekt plynúci vlastníkom. V Tab. 3.21 môžeme sledovať klesajúci trend tohto ukazovateľa do roku 2010 a následne jeho mierny nárast. Vo všetkých rokoch sa však jedná o kladné hodnoty. Je možné tvrdiť, že podnik vytvára hodnotu pre vlastníkov každý rok. Vďaka opätovnému nárastu v poslednom roku, môžeme očakávať rast i do budúcnosti. Najvyššia hodnota bola dosiahnutá v roku 2007, kedy EVA činila 357 010 tis. Kč. Dôležitú úlohu môžeme pripísať i nákladom vlastného kapitálu. Rozdiel medzi ukazovateľom ROE a nimi vytvoril spread, ktorý v sledovanom období klesal. Následkom toho je i pokles ukazovateľa EVA. Jej vývoj zobrazuje i nasledujúci obrázok.

Obr.3.14 Vývoj ukazovateľa EVA podniku



3.3.3 Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA

Po vyčíslení hodnôt ukazovateľa EVA-Equity je táto kapitola venovaná jej pyramídovému rozkladu. Keďže EVA je v každom roku kladná, analýzu odchýlok sme uskutočnili pomocou funkcionálnej i logaritmickej metódy. Ukazovateľ EVA je síce v kladných hodnotách každý rok, ale z obrázka č. 3.14 môžeme pozorovať jej postupný pokles, až v roku 2011 mierny nárast. Pyramídový rozklad pomocou vybraných metód v jednotlivých rokoch je súčasťou príloh č. 11 – príloha č. 18. Jednotlivé vplyvy ukazovateľov a ich podiel na absolútnej zmene EVA sú zachytené v nasledujúcich tabuľkách. Pre lepšie porovnanie sú obe metódy zachytené súbežne. Každý z položiek pyramídového rozkladu sa podieľa relatívne veľkou časťou na zmene absolútnej hodnoty ukazovateľa EVA, preto budú v interpretácii spomenuté pozitívne a negatívne vplyvy čiastkových ukazovateľov, ktoré sa podieľajú najväčším percentom na zmene vrcholového ukazovateľa EVA.

Tab. 3.22 Vplyv ukazovateľov a ich podiel na absolútnej zmene EVA v rokoch 2007 - 2008

<i>V tis. Kč.</i>	Funkcionálna metóda			Logaritmickej metóda			
Ukazateľ	Rel. Δ	Abs. Δ	Pod.na abs. Δ	Rel. Δ	Vpl. abs. Δ	Pod. na abs. Δ	P.č.
EVA	-27,07%	-96632,20		72,93%	-96632,20		
ROE-Re	-38,92%	-152413,92	157,73%	61,08%	-150915,34	156,18%	1
VK	19,40%	55781,72	-57,73%	119,40%	54283,14	-56,18%	2
VK	19,40%	55781,72	-57,73%	119,40%	54283,14	-56,18%	1
Rf	6,31%	-11561,01	11,96%	106,31%	-11447,33	11,85%	11
RLA	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00	0,00%	-
R pod.	14,97%	-18840,16	19,50%	114,97%	-18654,92	19,31%	12
R finstab	-11,53%	21782,03	-22,54%	88,47%	21567,86	-22,32%	5
R finstr	-100,00%	5493,87	-5,69%	0,00%	5439,85	-5,63%	6
EAT/EBIT	3,45%	27832,01	-28,80%	103,45%	27484,52	-28,44%	4
A/VK	-7,77%	-66212,72	68,52%	92,23%	-65500,02	67,78%	16
V	3,62%	29097,25	-30,11%	103,62%	28775,00	-29,78%	2
DA	10,94%	-21425,66	22,17%	110,94%	-21202,57	21,94%	13
Zásoby	-60,04%	28951,91	-29,96%	39,96%	28650,46	-29,65%	3
Dl. pohľ.	-6,24%	4873,17	-5,04%	93,76%	4822,43	-4,99%	7
Kr. pohľ.	8,16%	-23823,44	24,65%	108,16%	-23575,38	24,40%	14
KFM	42,03%	-66753,65	69,08%	142,03%	-66058,60	68,36%	17
Ost. A	11,74%	-805,56	0,83%	111,74%	-797,17	0,82%	9
N prov./V	0,35%	-59865,07	61,95%	100,35%	-59273,99	61,34%	15
N fin./V	-0,55%	515,23	-0,53%	99,45%	510,14	-0,53%	8
N úroky/V	-55,56%	-1672,12	1,73%	44,44%	-1655,61	1,71%	10

Z tabuľky Tab. 3.22 vidíme, že funkcionálna i logaritmická metóda, vedú k obdobnému radeniu vplyvov. Funkcionálna metóda je však založená na diskretnom výnose, ktorý je o radu nižší, než spojitý výnos použitý u logaritmickkej metódy.

Na prvej úrovni rozkladu mal na ukazovateľ EVA najväčší vplyv spread, u funkcionálnej metódy jeho podiel na negatívnej zmene EVA činil 157,73%, a ukazovateľ EVA sa znížila o 96 632,20 tis. Kč. Na druhej úrovni rozkladu mal na negatívnom vývoji ukazovateľa EVA najväčší podiel krátkodobý finančný majetok KFM (69,09%, 68,36%), ktorý znížil ukazovateľ EVA o viac než 66 000 tis. Kč. Hodnota krátkodobého finančného majetku KFM sa zvýšila, lebo sa zvýšila hodnota cenných papierov a podielov, taktiež bola podniku splatená časť pohľadávok z obchodných vzťahov a tieto prostriedky boli uložené na účtoch v bankách. Ďalším z ukazovateľov, ktorý sa najviac podieľa na negatívnej zmene EVA a ešte viac ju znižuje je finančná páka (68,52%, 67,78%), jej hodnota u funkcionálnej metódy poklesla o 7,77% čo spôsobilo, že aktíva narastali rýchlejším tempom ako VK podniku. Rentabilita prevádzkových nákladov taktiež znížila ukazovateľ EVA s vysokým podielom na jej negatívnej zmene (61,95%, 61,34%), pričom ich hodnota sa zvyšuje kvôli tomu, že hodnota prevádzkových nákladov rástla rýchlejšie ako objem výnosov. Podiel krátkodobých pohľadávok na ukazovateli EVA (24,65%, 24,40%) tiež spôsobil jej pokles. V tomto období sa krátkodobé pohľadávky v podniku zvyšovali i vďaka vystaveným faktúram na investora.

Najväčším pozitívnym vplyvom na negatívny vývoj EVA má vlastný kapitál podniku. Jeho podiel na negatívnej zmene EVA činí (-57,73%, -56,18%). Tento ukazovateľ ju zvyšuje približne o 55 000 tis. Kč. Vlastný kapitál v čase rástol, podnik si ukladal väčšie množstvo prostriedkov do fondov a tiež vyplácal nižšie dividendy, teda zvýšil HV minulých rokov. Čistý zisk podniku klesal, vo veľkej miere i kvôli poklesu výnosov z dlhodobého finančného majetku, čo malo za následok znižovanie ROE. Druhým ukazovateľom, ktorý najviac pozitívne prispieva k negatívnej zmene ukazovateľa EVA sú výnosy, s podielom na tejto zmene (-30,11%, -29,78%). Ukazovateľ EVA bola navýšená výnosmi okolo 29 000 tis. Kč. V tomto období bolo dostatočné množstvo verejných súťaží, čo umožnilo podniku realizáciu mnohých podnikateľských aktivít, to malo za následok zvyšovanie tržieb a výnosov podniku. Veľký podiel na negatívnej zmene EVA má i EAT/EBIT (-28,80%, -28,44%), ktorý ju navýšil cca o 27 000 tis. Kč. Hodnota ukazovateľa sa zvýšila kvôli rýchlejšiemu poklesu EBITu. Vo firme sa prudko znížil finančný výsledok hospodárenia, poklesli výnosy z dlhodobého finančného majetku a tiež tržby z predaja cenných papierov a podielov. Na druhej strane, čistý zisk neklesal tak

rýchlo ako EBIT a vlastný kapitál sa zvyšoval, čo znamená pokles ROE. Z tohto dôvodu môžeme odvodiť, že EVA bola najviac znížená poklesom rentability vlastného kapitálu.

I v nasledujúcom období 2008 – 2009 došlo k poklesu ekonomickej pridanej hodnoty EVA. Jej hodnota bola však stále kladná, teda podnik vytváral hodnotu pre vlastníkov. Tabuľka Tab. 3.23 vyčíslňuje vplyvy čiastkových ukazovateľov a ich podiel na absolútnej hodnote EVA.

Tab. 3.23 Vplyv ukazovateľov a ich podiel na absolútnej zmene EVA v rokoch 2008 – 2009

<i>V tis. Kč.</i>	Funkcionálna metóda			Logaritmická metóda			
Ukazateľ	Rel. Δ	Abs. Δ	Pod.na abs. Δ	Rel. Δ	Vpl. abs. Δ	Pod. na abs. Δ	P.č.
EVA	-44,75%	-116531,91		55,25%	-116531,91		
ROE-Re	-49,96%	-136868,60	117,45%	50,04%	-135982,43	116,69%	1
VK	10,41%	20336,70	-17,45%	110,41%	19450,53	-16,69%	2
VK	10,41%	20336,70	-17,45%	110,41%	19450,53	-16,69%	3
Rf	2,64%	-5883,69	5,05%	102,64%	-5845,59	5,02%	11
RLA	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00	0,00%	-
R pod.	-9,17%	15199,52	-13,04%	90,83%	15101,11	-12,96%	5
R finstab	-12,14%	23228,41	-19,93%	87,86%	23078,01	-19,80%	2
R finstr	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00	0,00%	-
EAT/EBIT	-4,83%	-37978,65	32,59%	95,17%	-37709,87	32,36%	13
A/VK	-6,07%	-47982,94	41,18%	93,93%	-47654,80	40,89%	15
V	-0,76%	-5823,57	5,00%	99,24%	-5787,52	4,97%	10
DA	4,63%	-8809,13	7,56%	104,63%	-8755,53	7,51%	12
Zásoby	-17,48%	2949,37	-2,53%	82,52%	2931,42	-2,52%	7
Dl. pohľ.	-26,13%	16768,80	-14,39%	73,87%	16666,77	-14,30%	4
Kr. pohľ.	-4,20%	11604,98	-9,96%	95,80%	11534,36	-9,90%	6
KFM	23,94%	-47277,99	40,57%	123,94%	-46990,31	40,32%	14
Ost. A	47,05%	-3157,93	2,71%	147,05%	-3138,71	2,69%	9
N prov./V	-2,13%	365509,77	-313,66%	97,87%	363347,78	-311,80%	1
N fin./V	443,31%	-417992,80	358,69%	543,31%	-415520,37	356,57%	16
N úroky/V	206,92%	2777,24	-2,38%	306,92%	2760,81	-2,37%	8

V tomto období došlo znova k poklesu ukazovateľa EVA o 116 531,91 tis. Kč., budeme teda hovoriť o jej negatívnej zmene. Na prvej úrovni rozkladu sa na jej negatívnej zmene opäť najviac podieľal spread, ako rozdiel medzi ROE a nákladmi na vlastný kapitál (117,45%, 116,69%), ktorý ju znížil o vyše 136 000 tis. Kč. Hodnota spreadu poklesla takmer o 50%. Rok 2009 je charakteristický existujúcou finančnou krízou, v dôsledku ktorej sa znížil čistý zisk podniku, teda bol zaznamenaný i veľký pokles ROE ako hlavný dôvod zníženia spreadu. V tomto období došlo len k miernemu poklesu nákladov na vlastný kapitál, pretože hodnotu ukazovateľa EVA znížila len bezriziková prirážka. $R_{podn.}$

a $R_{\text{finančnej stability}}$ svoju hodnotu znížili. Pokles nákladov na vlastný kapitál mal pozitívny vplyv na negatívnej zmene ukazovateľa EVA. Na druhej úrovni rozkladu sa najväčšou mierou na negatívnej zmene EVA podieľal $N_{\text{fin.}} / \text{Výnosy}$ (358,69%, 356,57%). Tento ukazovateľ EVU znížil o viac ako 400 000 tis. Kč. Jednak kvôli poklesu výnosov, ale hlavne vďaka obrovskému nárastu finančných nákladov. V roku 2009 podnik predal veľké množstvo cenných papierov a podielov a taktiež zvýšil rezervy vo finančnej oblasti. Ďalším ukazovateľom, ktorý navýšil negatívnu zmenu ukazovateľa EVA je finančná páka. Jej zníženie o 6,07%, prehĺbilo pokles ukazovateľa EVA o viac ako 47 000 tis. Kč, pričom podiel na absolútnej zmene EVA činí (41,18%, 40,89%). K poklesu finančnej páky prispel nárast aktív i VK, ktorý narastal rýchlejšie. Na negatívnej zmene hodnoty ukazovateľa EVA sa podieľal i KFM (40,57%, 40,32%). I tento ukazovateľ znížil hodnotu EVA a to približne o 47 000 tis. Kč. Jeho hodnota narástla kvôli väčšiemu množstvu likvidných prostriedkov na účtoch v bankách a tiež i krátkodobých CP a podielov.

Najväčší pozitívny vplyv na negatívnu zmenu ukazovateľa EVA mal $N_{\text{prov.}} / \text{Výnosy}$. Jeho podiel na absolútnej zmene EVA je (-313,66%, -311,80%), pričom ukazovateľ EVA tak zvyšuje o viac ako 360 000 tis. Kč. Hodnota samotného čiastkového ukazovateľa sa znížila o 2,13%, kvôli poklesu prevádzkových nákladov. Po vzniku finančnej krízy firma znížila objem svojich podnikateľských aktivít, pričom obmedzila spotrebu materiálu a výkonovej spotreby. A v dôsledku prepustenia viacerých zamestnancov poklesli i osobné náklady. Náklady vlastného kapitálu v tomto období klesli, spôsobili to menšie hodnoty R_{finstab} a $R_{\text{podnikateľská}}$. Klesajúce náklady na kapitál mali pozitívny vplyv na negatívnej zmene ukazovateľa EVA. Vlastný kapitál sa medziročne zvýšil vplyvom zväčšujúcich sa odvádzaných prostriedkov do fondov a vyšším HV minulých rokov. Podnik tiež znižoval objem vyplácaných dividend. Svojím podielom na absolútnej zmene EVA, tak vlastný kapitál prispieva k pozitívnemu vplyvu na negatívnej zmene EVA a zvyšuje ju približne o 20 000 tis. Kč. Investori splatili podniku časť faktúr, poklesli dlhodobé pohľadávky z obchodných vzťahov a tiež pohľadávky voči účastníkom združenia. Dlhodobé pohľadávky sa preto medziročne znížili o 26,13%, následne zvyšujú hodnotu ukazovateľa EVA podielom na jej absolútnej zmene (-14,39%, -14,30%). V roku 2009 dochádza i k splateniu niektorých krátkodobých pohľadávok, čím tiež zvýšili hodnotu ukazovateľa EVA okolo 11 000 tis. Kč. Podiel na jej absolútnej zmene je (-9,96%, -9,90%).

V nasledujúcom období 2009 – 2010 došlo opäť k negatívnej zmene ukazovateľa EVA. Jej hodnota klesla oproti minulému roku o 48 360 tis. Kč, ale stále je kladná. Analýza odchýlok čiastkových ukazovateľov pre toto obdobie je vyčíslená v Tab. 3.24.

Tab. 3.24 Vplyv ukazovateľov a ich podiel na absolútnej zmene EVA v rokoch 2009 - 2010

<i>V tis. Kč.</i>	Funkcionálna metóda			Logaritmická metóda			
Ukazateľ	Rel. Δ	Abs. Δ	Pod.na abs. Δ	Rel. Δ	Vpl. abs. Δ	Pod. na abs. Δ	P.č.
EVA	-33,62%	-48359,97		66,38%	-48359,97		
ROE-Re	-39,44%	-59457,90	122,95%	60,56%	-59189,51	122,39%	1
VK	9,61%	11097,93	-22,95%	109,61%	10829,54	-22,39%	2
VK	9,61%	11097,93	-22,95%	109,61%	10829,54	-22,39%	5
Rf	-20,56%	51772,21	-107,06%	79,44%	51538,51	-106,57%	3
RLA	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00	0,00%	-
R pod.	15,31%	-25346,81	52,41%	115,31%	-25232,40	52,18%	13
R finstab	8,46%	-15650,78	32,36%	108,46%	-15580,13	32,22%	11
R finstr	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00	0,00%	-
EAT/EBIT	1,46%	10414,77	-21,54%	101,46%	10326,20	-21,35%	6
A/VK	8,96%	61835,92	-127,87%	108,96%	61274,57	-126,71%	2
V	-6,91%	-51611,07	106,72%	93,09%	-51115,52	105,70%	14
DA	5,03%	-8445,54	17,46%	105,03%	-8382,83	17,33%	10
Zásoby	-59,74%	7011,62	-14,50%	40,26%	6959,56	-14,39%	7
Dl. pohľ.	43,74%	-17478,17	36,14%	143,74%	-17348,40	35,87%	12
Kr. pohľ.	-0,68%	1526,06	-3,16%	99,32%	1514,73	-3,13%	8
KFM	53,51%	-110421,26	228,33%	153,51%	-109601,42	226,64%	15
Ost. A	-0,58%	48,16	-0,10%	99,42%	47,80	-0,10%	9
N prov./V	1,73%	-275635,20	569,97%	101,73%	-272069,60	562,59%	16
N fin./V	-60,42%	294483,69	-608,94%	39,58%	290674,26	-601,06%	1
N úroky/V	460,25%	18038,49	-37,30%	4,71%	17805,15	-36,82%	4

Rozdiel medzi ROE a Re najviac negatívne ovplyvňuje ukazovateľ EVA na prvej úrovni rozkladu. I teraz sa spread podieľa na jej negatívnej zmene s podielom (122,95%, 122,39%). Ukazovateľ EVA znížil takmer o 60 000 tis. Kč. Oproti predchádzajúcemu obdobiu však už nebol tak vysoký, teda pokles hodnoty ukazovateľa EVA bol miernejší. Rentabilita vlastného kapitálu neustále klesá a znižuje sa rýchlejším tempom než náklady na vlastný kapitál. Pokles ROE je v dôsledku znižujúceho sa čistého zisku. Na pokles EATu má veľký vplyv záporný finančný výsledok hospodárenia dosiahnutý v podniku, finančné výnosy klesli viac ako finančné náklady. Pokles finančných nákladov je spojený konkrétne s objemom predaných cenných papierov a menšími výnosovými úrokmi. Ukazovateľ N_{fin}/V výnosy má na absolútnu zmenu EVA najväčší pozitívny vplyv s podielom (-608,94%, -601,06%). Ukazovateľ EVA zvýšil o viac než 290 000 tis. Kč. Na pokles ROE rovnako vplýva i nárast vlastného kapitálu, jeho hodnota sa zvýšila o 9,61%. Vlastný kapitál tiež pozitívne ovplyvňuje negatívnu zmenu ukazovateľa EVA. S podielom na jej zmene (-22,95%, 22,39%) zvyšuje hodnotu EVA o 11 000 tis. Kč. S nárastom

vlastného kapitálu i aktív súvisí nárast finančnej páky oproti minulému roku o 8,96%, teda podnik zhodnocuje cudzie zdroje a ukazovateľ EVA zvyšuje o približne 61 000 tis. Kč. Náklady na vlastný kapitál klesajú, teda majú pozitívny vplyv na zmenu EVA. K poklesu Re však prispieva iba pokles bezrizikovej prirážky o 20,56% s podielom na absolútnej zmene EVA (-107,06%, -106,57%). Nárast $R_{finstab}$ naopak ukazovateľ EVA znižuje, v dôsledku znižujúcej sa celkovej likvidity podniku. Krátkodobé záväzky sa v roku 2010 zvýšili výraznejším tempom ako obežné aktíva. $N_{úroky} / V$ ýnosy sa na absolútnej zmene podieľali (-37,30, -36,82%). Hodnota nákladových úrokov oproti minulému roku vzrástla o viac ako päťnásobok, došlo k preúčtovaniu zo združenia, kde účtovníctvo vedie iný účastník združenia a v rámci hospodárenia združenia je čerpaný úver, prípadne uskutočnený faktoring, teda postúpenie pohľadávok za investorov pred lehotou splatnosti s diskontom. Zvýšila sa hodnota ukazovateľa EAT/EBIT a tak navýšila i hodnotu EVA. I napriek pozitívnemu vplyvu došlo k poklesu EATu i EBITu. Naopak celkové i obežné aktíva vzrástli, čo ovplyvňuje pokles ROA.

Hodnotu ukazovateľa EVA najviac znížil ukazovateľ $N_{prov.} / V$ ýnosy, ktorý sa na jej negatívnej zmene podieľal (569,97%, 562,59%). Veľkosť ukazovateľa sa oproti predchádzajúcemu obdobiu zvýšila, ale samotná hodnota prevádzkových nákladov a hodnota výnosov sa znížila. U výnosov bol zaznamenaný výraznejší pokles s podielom na absolútnej zmene EVA vyše 100%. Zníženie nastalo hlavne u výkonov. Ekonomika je v recesii, po finančnej kríze bol zaznamenaný prepád stavebného trhu, pokles bytovej výstavby i útlm v dopravnom staviteľstve. Verejné zákazky na výstavbu diaľnic poklesli o 75%, znížili sa verejné súťaže a taktiež príprava stavebných zákaziek, preto pokles tržieb a výkonov bude možné očakávať i naďalej. KFM znížil hodnotu EVA približne o 110 000 tis. Kč, takže mal negatívny vplyv a na jej absolútnej zmene sa podieľal vo veľkosti (228,33%, 226,64%).

V poslednom sledovanom období hodnota ukazovateľa EVA ako jediný krát vzrástla. Zvýšila sa o 17 712 tis. Kč. a tak dosahuje hodnotu 113 199 tis. Kč. Poradie vplyvov čiastkových ukazovateľov na absolútnej zmene ukazovateľa EVA zachytáva nasledujúca tabuľka.

Tab. 3.25 Vplyv ukazovateľov a ich podiel na absolútnej zmene EVA v rokoch 2010 - 2011

<i>V tis. Kč.</i>	Funkcionálna metóda			Logaritmická metóda			
<i>Ukazateľ</i>	<i>Rel. Δ</i>	<i>Abs. Δ</i>	<i>Pod. na abs. Δ</i>	<i>Rel. Δ</i>	<i>Vpl. abs. Δ</i>	<i>Pod. na abs. Δ</i>	<i>P.č.</i>
EVA	18,55%	17712,49		118,55%	17712,49		
ROE-Re	7,80%	7822,46	44,16%	107,80%	7821,23	44,16%	2
VK	9,97%	9890,02	55,84%	109,97%	9891,25	55,84%	1
VK	9,97%	9890,02	55,84%	109,97%	9891,25	55,84%	7
Rf	-5,39%	11842,64	66,86%	94,61%	11840,78	66,85%	6
RLA	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00	0,00%	-
R pod.	0,85%	-1776,40	-10,03%	100,85%	-1776,12	-10,03%	10
R finstab	-34,07%	75039,86	423,66%	65,93%	75028,05	423,59%	1
R finstr	0,00%	0,00	0,00%	0,00%	0,00	0,00%	-
EAT/EBIT	7,42%	50984,87	287,85%	107,42%	50852,97	287,10%	4
A/VK	-9,03%	-67288,26	-379,89%	90,97%	-67215,27	-379,48%	15
V	2,24%	15751,36	88,93%	102,24%	15714,81	88,72%	5
DA	1,58%	-2525,30	-14,26%	101,58%	-2519,33	-14,22%	11
Zásoby	68,09%	-2916,66	-16,47%	168,09%	-2909,78	-16,43%	12
Dl. pohl.	-6,10%	3174,96	17,92%	93,90%	3167,46	17,88%	8
Kr. pohl.	33,26%	-66885,58	-377,62%	133,26%	-66727,68	-376,73%	14
KFM	-23,68%	67988,77	383,85%	76,32%	67828,25	382,94%	2
Ost. A	-11,70%	877,14	4,95%	88,30%	875,07	4,94%	9
N prov./V	0,73%	-119110,93	-672,47%	100,73%	-118944,32	-671,53%	16
N fin./V	-32,72%	63816,76	360,29%	67,28%	63727,49	359,79%	3
N úroky/V	-95,29%	-21150,75	-119,41%	4,71%	-21121,17	-119,24%	13

Pozitívnu zmenu ukazovateľa EVA môžeme pripísať nárastu vlastného kapitálu. Jeho hodnota sa zvýšila takmer o 10% a podiel na absolútnej zmene vrcholového ukazovateľa činí 55,84%. I v tomto roku podnik vyplácal menšie množstvo dividend, zvýšil sa nerozdelený zisk z minulého obdobia. Rovnako sa navýšil objem prostriedkov vo fondoch. Spread mal tiež pozitívny vplyv na hodnotu EVA, zvýšil ju približne o 7 822 tis. Kč. K poklesu ROE a čistého zisku došlo i teraz. Zníženie aktivity súkromných developerov sa podpísalo na celom stavebnom odvetví. Veľkou mierou bol pokles ROE ovplyvnený znížením prevádzkového výsledku hospodárenia. Firma si znížila množstvo predaného materiálu a znižovala i tvorbu rezerv v prevádzkovej oblasti. Vďaka širokému portfóliu rozostavaných stavieb dlhodobého charakteru sa prepád trhu v uplynulom období zatiaľ neprejavil vo výkonoch spoločnosti Metrostav a.s. Tie boli uskutočnené vnútropodnikovými nosnými technológiami, pričom spoločnosť využíva v maximálnej miere vlastných zdrojov, či už ľudských alebo technologického vybavenia. V tomto roku bol i nárast výnosov, ktoré sa na pozitívnej zmene ukazovateľa EVA podieľali vo veľkosti

takmer 89% a jej hodnotu zvýšili. Na raste hodnoty ukazovateľa EVA sa podieľal i pokles nákladov na vlastný kapitál, zabezpečený klesajúcou bezrizikovou prirážkou a $R_{finstab}$. V podniku došlo k nárastu celkovej likvidity. KFM sa na pozitívnej zmene EVA podieľal takmer 384%. Ukazovateľ EVA zvýšil skoro o 68 000 tis. Kč., pričom jeho hodnota sa znížila v dôsledku poklesu hodnoty cenných papierov a podielov. V podniku poklesli nákladové úroky a hlavne rezervy vo finančnej oblasti, naopak sa zvýšili výnosy. Preto ukazovateľ $N_{fin.}/$ Výnosy poklesol a zároveň mal pozitívny vplyv na zmenu EVA. Na jej absolútnej zmene sa podieľal okolo 360%. Ostatné aktíva spoločnosti tiež prispeli k nárastu hodnoty EVA. Sú tvorené časovým rozlíšením nákladov na nedoručené faktúry za prevedené práce a dodávky, ktoré v tomto roku poklesli.

Negatívne ovplyvnil pozitívnu zmenu EVA ukazovateľ $N_{prov.}/$ Výnosy (-672,47%). Znížil ju o viac ako 119 000 tis. Kč. Pričom hodnota samotného ukazovateľa vzrástla oproti minulému roku. Výnosy i prevádzkové náklady zvýšili svoj objem. Hlavnou príčinou bolo zvýšenie výkonovej spotreby v dôsledku zvyšujúcich sa výkonov uskutočnených nosnými technológiami, ale i nárastom osobných nákladov. Podnik disponuje viac než sedem stoviek kvalifikovaných a osvedčených zamestnancov, ktorých pravidelne školí, osobné náklady tiež využíva v oblasti marketingu. Nepriaznivá situácia v stavebnom trhu, hlavne v poklese práce núti podnik orientovať sa na zákazky menšieho rozsahu, čím si rozširuje svoje potenciálne príležitosti a nedovolí tak podľahnúť tlaku konkurencie. I finančná páka má negatívny vplyv na rast hodnoty EVA (-379,89%). Zvyšujúcim sa vlastným kapitálom dochádza k poklesu tohto ukazovateľa, ktorý znižuje veľkosť EVA o -67288,26 tis. Kč. Mnohými vystavenými faktúrami investorom sa zvyšujú krátkodobé pohľadávky podniku, ktoré tiež znižujú hodnotu ukazovateľa EVA. Na jej absolútnej zmene sa podieľajú vo veľkosti (-377,62%). Nižšia príprava nových zákaziek a vypisovaných súťaží zvyšovali konkurenčný boj. V mnohých prípadoch klesli ceny pod úroveň reálnych nákladov. Rovnako i znížený záujem o stavebné práce navýšil zásoby podniku, ide hlavne o nedokončenú výrobu. Zásoby preto negatívne ovplyvnili pozitívny vývoj ukazovateľa EVA a na jej absolútnej zmene sa podieľali približne vo veľkosti (-16,5%).

3.3.4 Analýza citlivosti vplyvov

Táto podkapitola je zameraná na vyčíslenie citlivostnej analýzy pyramídového rozkladu ukazovateľa EVA na báze zúženého hodnotového rozpätia. Analýza je použitá na pyramídové rozklady ukazovateľa EVA- Equity podniku funkcionálnou i logaritmickou

metódou v rokoch 2007 – 2011. V analýze citlivosti sú použité len niektoré čiastkové ukazovatele pyramídového rozkladu vrcholového ukazovateľa. Pri výpočte boli stanovené hodnoty relatívnej odchýlky alfa v intervale -7,50% až +7,50% a následne bol použitý vzorec (2.68). V prílohách č. 19 a č. 20 sú zobrazené relatívne odchýlky a zmeny za obdobie 2007 – 2011. Priemernú relatívnu zmenu ukazovateľa EVA za sledované obdobie pri zmene vybraných faktorov o parameter α zachytávajú tabuľky Tab. 3.26 a Tab. 3.27. Obr. 3.15 a Obr. 3.16 sprehľadňujú výsledky priemernej relatívnej zmeny ukazovateľa EVA.

Tab. 3.26 Analýzy citlivosti vplyvov (funkcionálna metóda)

	Priemerná relat. Δ EVA pri Δ faktorov o parameter α za obdobie 2007 - 2011						
Parameter α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0%	2,50%	5,00%	7,50%
A/VK	7,46%	4,98%	2,49%	0,00%	-2,49%	-4,98%	-7,46%
VK	0,79%	0,53%	0,26%	0,00%	-0,26%	-0,53%	-0,79%
RE	-8,13%	-5,42%	-2,71%	0,00%	2,71%	5,42%	8,13%
V/A	-10,10%	-6,73%	-3,37%	0,00%	3,37%	6,73%	10,10%
EBIT/V	7,54%	5,03%	2,51%	0,00%	-2,51%	-5,03%	-7,54%

Obr. 3.15 zachytáva analýzu citlivosti vplyvov, na horizontálnej ose grafu sú naznačené hodnoty parametru α , o ktoré sme postupne zvyšovali alebo znižovali absolútny vplyv vybraných faktorov z pyramídového rozkladu ukazovateľa EVA. Priemerná relatívna zmena ukazovateľa EVA za sledované obdobie 2007 - 2011 je zachytená na vertikálnej ose grafu. Sklon priamok ukazuje vývoj vplyvov vybraných faktorov zvýšených o parameter α . Z obrázku vidíme, že absolútna zmena ukazovateľa EVA je najviac citlivá na faktory s najväčším sklonom priamky. Pri výpočte sme vychádzali z absolútnej zmeny ukazovateľa EVA, ktorá bola v rokoch 2007 – 2010 negatívna, teda hodnota ukazovateľa EVA sa znižovala. Iba v poslednom roku 2011 môžeme hovoriť o jej pozitívnej zmene, teda došlo k jej nárastu.

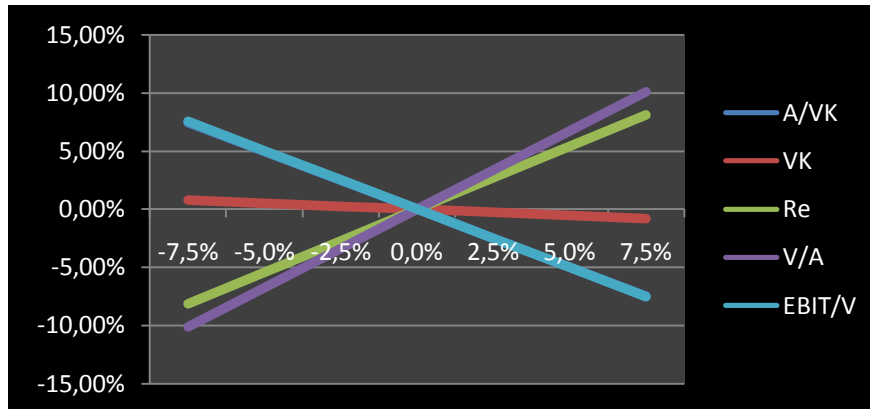
Podľa zistených hodnôt v tabuľke 3.26 má na zmenu vrcholového ukazovateľa EVA najväčší vplyv ukazovateľ V/A. Z pyramídového rozkladu ukazovateľa EVA je možné zistiť prevažne záporný vplyv tohto ukazovateľa na vrcholový. Pokiaľ dôjde k zvýšeniu záporného vplyvu ukazovateľa V/A o 2,50%, tak sa v priemere negatívna zmena ukazovateľa EVA zvýši o 3,37%. Z toho vyplýva, že čím je väčší záporný vplyv tohto ukazovateľa, tým sa klesajúca hodnota EVA zväčší a ukazovateľ EVA poklesne.

Z pyramídového rozkladu ukazovateľa EVA môžeme vyčítať kladný vplyv čiastkového ukazovateľa VK na vrcholový. Hodnotu ukazovateľa EVA zvyšoval. Pokiaľ sme v analýze citlivosti zvýšili jeho kladný vplyv o 2,50%, tak priemerná negatívna zmena ukazovateľa EVA sa znížila o 0,26%. Teda opäť v konečnom dôsledku zvyšujúcim sa vplyvom tohto faktora došlo k zvýšeniu hodnoty EVA.

Finančná páka A/VK a ukazovateľ $EBIT/V$ majú prevažne záporný vplyv na vrcholový ukazovateľ EVA, teda v priemere znižujú jej hodnotu. Priemerná negatívna zmena sa zvýši.

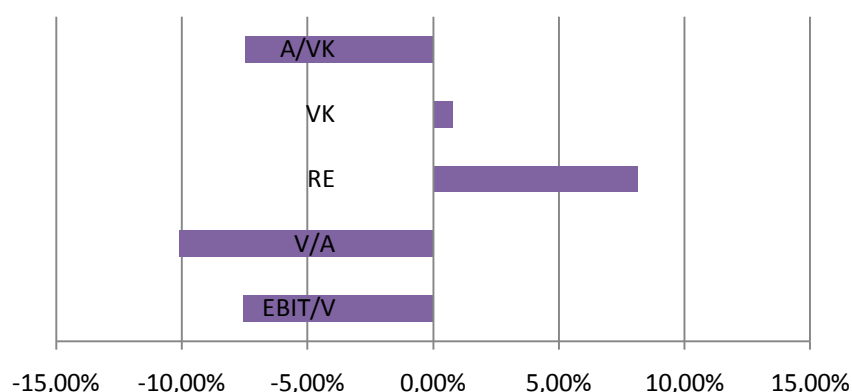
Náklady na vlastný kapitál majú prevažne kladný vplyv na vrcholový ukazovateľ EVA. Jej negatívnu zmenu znižujú a v poslednom roku zvyšujú pozitívnu zmenu. Teda v konečnom dôsledku hodnotu ukazovateľa EVA zvyšujú. Pokiaľ zvýšime vplyv nákladov na kapitál o 2,50%, zvýši sa hodnota ukazovateľa EVA o 2,71%. Spread mal negatívny vplyv na vrcholový ukazovateľ a keďže Re hodnotu ukazovateľa EVA zvyšovali, za zníženie hodnoty EVA môže predovšetkým pokles ROE. Obr. 3.15 graficky zobrazuje vplyvy čiastkových faktorov.

Obr.3.15 Analýza citlivosti vplyvov 2007 - 2011



Nasledujúci obrázok zobrazuje hodnoty koeficientov citlivosti faktorov na ukazovateľ EVA.

Obr.3.16 Hodnoty koeficientov citlivosti faktorov



Výsledky ukazujú, že z vybraných faktorov najviac pozitívne ovplyvňujú hodnotu firmy náklady na vlastný kapitál. Pozitívny vplyv mal i vlastný kapitál, ostatné faktory pôsobia opačne. Z nich najviac znižoval hodnotu ukazovateľa EVA ukazovateľ V/A.

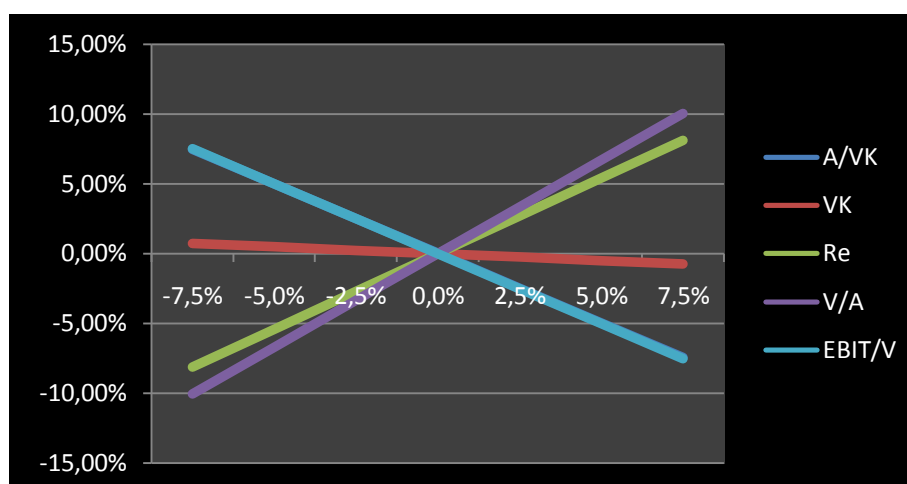
Nasledujúca tabuľka zachytáva analýzu citlivosti vplyvov u logaritmickej analýzy. Výsledky vplyvov čiastkových faktorov na vrcholový ukazovateľ, sú takmer zhodné s výsledkami analýzy citlivosti vplyvov u funkcionálnej metódy.

Tab. 3.27 Analýzy citlivosti vplyvov (logaritmická metóda)

	Priemerná relat. Δ EVA pri Δ faktorov o parameter α za obdobie 2007 - 2011						
Parameter α	-7,50%	-5,00%	-2,50%	0%	2,50%	5,00%	7,50%
A/VK	7,45%	4,97%	2,48%	0,00%	-2,48%	-4,97%	-7,45%
VK	0,74%	0,49%	0,25%	0,00%	-0,25%	-0,49%	-0,74%
RE	-8,13%	-5,42%	-2,71%	0,00%	2,71%	5,42%	8,13%
V/A	-10,03%	-6,69%	-3,34%	0,00%	3,34%	6,69%	10,03%
EBIT/V	7,53%	5,02%	2,51%	0,00%	-2,51%	-5,02%	-7,53%

Pri posudzovaní týchto vplyvov je však veľmi dôležité brať do úvahy, že sa jedná o priemernú relatívnu zmenu ukazovateľa EVA za celé obdobie. Podľa Obr.3.17 môžeme zistiť takmer rovnaké výsledky analýzy citlivosti vplyvov ako u funkcionálnej, tak i u logaritmickej metódy.

Obr.3.17 Analýza citlivosti vplyvov 2007 - 2011



3.3.5 Porovnanie niektorých vybraných ukazovateľov finančnej analýzy s odvetvím

Táto časť práce je venovaná porovnaniu niektorých vybraných ukazovateľov finančnej analýzy podniku s odvetvím, a v neposlednej miere i porovnaniu ukazovateľa EVA. Nasledujúce tabuľky Tab. 3.28 a Tab. 3.29 zobrazujú vývoj ukazovateľov v sledovanom období 2007 – 2011. Hodnoty podniku boli spracované vlastnými výpočtami a hodnoty ukazovateľov odvetvia boli čerpané z finančných analýz Ministerstva priemyslu a obchodu.

Tab. 3.28 Hodnoty vybraných ukazovateľov finančnej analýzy podniku a odvetvia v rokoch 2007 - 2011

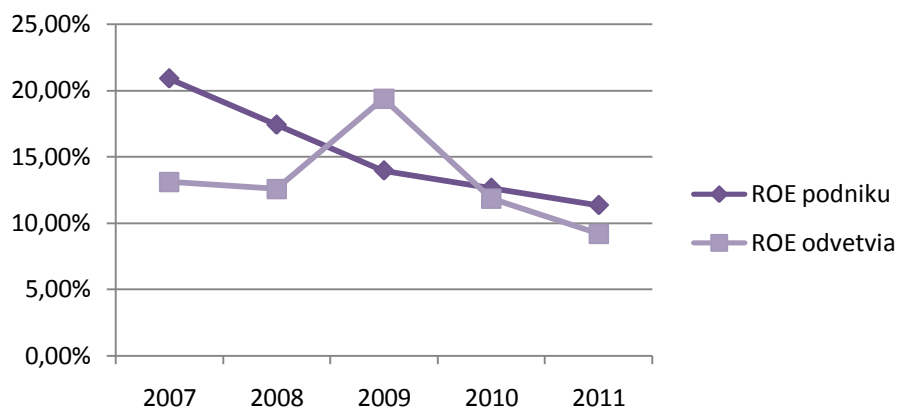
	2007		2008		2009		2010		2011	
	Podnik	Odvetvie	Podnik	Odvetvie	Podnik	Odvetvie	Podnik	Odvetvie	Podnik	Odvetvie
ROE	20,91%	13,09%	17,42%	12,56%	13,97%	19,39%	12,66%	11,84%	11,36%	9,20%
ROA	7,56%	6,59%	6,60%	6,42%	5,92%	9,49%	4,86%	6,21%	4,46%	4,55%
Obrat A	1,56	1,37	1,47	1,23	1,42	1,29	1,1	0,98	1,13	0,9
VK/A	27,67%	30,45%	30,00%	35,27%	31,04%	36,71%	29,31%	37,30%	32,22%	38,56%
L3	1,50	1,31	1,56	1,35	1,62	1,61	1,59	1,72	1,76	1,77
L2	1,39	1,11	1,52	1,18	1,58	1,47	1,57	1,50	1,73	1,57
L1	0,42	0,23	0,56	0,24	0,70	0,39	0,84	0,40	0,71	0,44
Re	11,76%	10,13%	11,83%	11,27%	11,17%	13,60%	10,97%	12,68%	9,53%	12,44%

Zdroj: www.mpo.cz, finančné analýzy

Rentabilita vlastného kapitálu podniku má klesajúci charakter, pričom ale nadobúda vyšších hodnôt ako odvetvie. Neplatí to však o roku 2009, kedy rentabilita vlastného kapitálu prudko narástla, dokonca i prevýšila hodnotu ROE v podniku. Táto zmena je spôsobená jednak poklesom vlastného kapitálu odvetvia, ale hlavne obrovským nárastom čistého zisku v odvetví. Finančná kríza, ktorá sa začína prejavovať v roku 2009 nemala tak

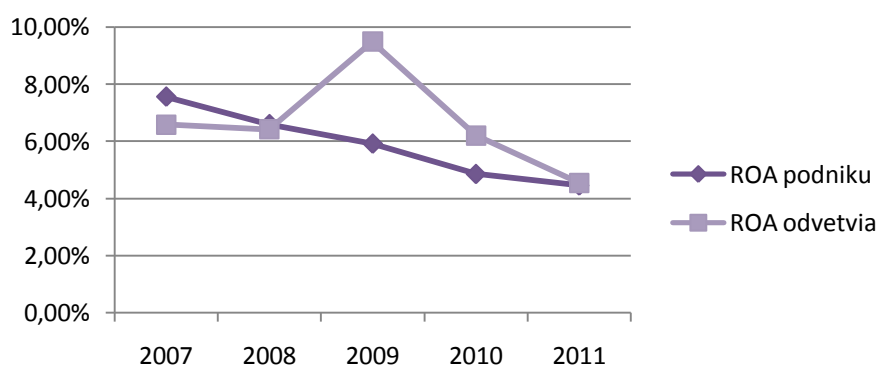
obrovský dopad na celé odvetvie ako na podnik Metrostav a.s., u ktorého značne poklesli tržby. Prepad stavebných aktivít bol u podniku výraznejší než v odvetví. Obr. 3.18 zobrazuje vývoj rentability vlastného kapitálu podniku i odvetvia.

Obr.3.18 Vývoj ROE podniku a odvetvia v rokoch 2007 - 2011



Vývoj rentability celkových aktív je porovnateľný s vývojom ROE. Ukazovateľ ROA podniku v čase klesal, v odvetví vidíme taktiež pokles hodnôt v jednotlivých rokoch okrem obdobia 2009. Rentabilita celkových aktív sa prudko zvýšila a dosiahla tak vyššiu úroveň ako ROA podniku. Dôvodom bol nárast zisku pred úrokmi a zdanením (EBIT) a tiež vďaka poklesu celkových aktív.

Obr.3.19 Vývoj ROA podniku a odvetvia v rokoch 2007 - 2011



Celková likvidita (L3) by sa mala pohybovať v intervale od 1,5 do 2,5. Hodnoty celkovej likvidity podniku spĺňajú stanovený interval. V odvetví tento rozmedzia ukazovateľ celkovej likvidity nedosahuje v rokoch 2007 – 2008. Pohotovú likviditu (L2) má stanovené rozmedzie na 1 – 1,5. V odvetví je tento interval dodržaný, ale v podniku sú

dosiahnuté i vyššie hodnoty. Prebytočné množstvo likvidných prostriedkov by mal podnik investovať. Spodná hranica pod ktorú by nemala klesnúť okamžitá likvidita je 0,6 a horná hranica je 1,1. Podnik má problém s dodržaním spodnej hranice v rokoch 2007 – 2008, nízky KFM ako hotovostné peniaze a prostriedky na účtoch v bankách môžu spôsobovať problém s okamžitým splatením krátkodobých záväzkov podniku. Odvetvie nespĺňa daný interval ani v jednom roku.

Tab. 3.29 Hodnoty ukazovateľa EVA podniku a odvetvia v rokoch 2007 - 2011

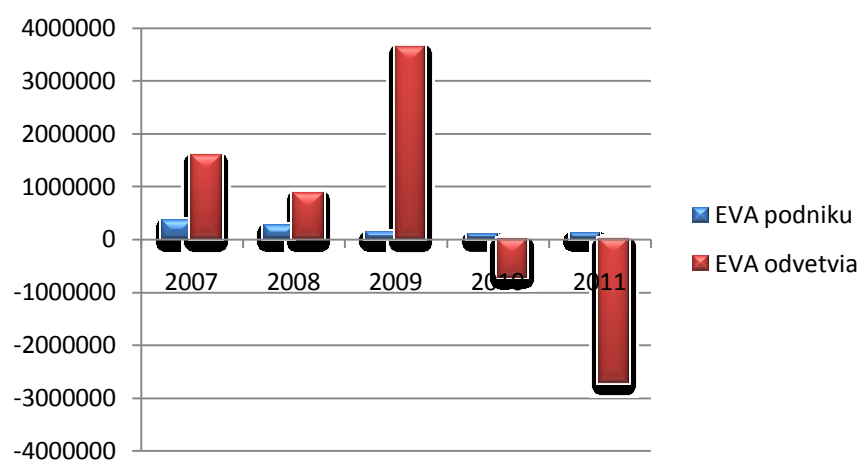
	2007		2008		2009		2010		2011	
(v tis. Kč.)	Podnik	Odvetvie	Podnik	Odvetvie	Podnik	Odvetvie	Podnik	Odvetvie	Podnik	Odvetvie
EVA	357010	1586327	260378	872427	143846	3647568	95486	-712414	113199	-2716948

Zdroj: www.mpo.cz, finančné analýzy

Tabuľka 3.29 zachytáva vývoj ukazovateľa EVA podniku a EVA odvetvia. Podľa Obr. 3.20 môžeme pozorovať, že EVA podniku má v sledovanom období prevažne klesajúci trend, mierny nárast bol zaznamenaný iba v roku 2011. I napriek finančnej kríze, ktorá sa začala prejavovať po roku 2008, si podnik udržal kladných hodnôt ukazovateľa EVA. Na jej poklese sa podieľala znižujúca rentabilita vlastného kapitálu a klesajúce náklady na vlastný kapitál. Re podniku mali rovnako ako EVA klesajúci charakter, pričom v období 2007 – 2008 boli na vyššej úrovni ako Re odvetvia. V nasledujúcich rokoch už dosahovali nižších hodnôt. Rentabilita vlastného kapitálu u podniku v sledovanom období tiež klesala, a tým sa podieľala obrovskou mierou na znížení hodnoty ukazovateľa EVA. Podnik dosahoval v prevažnej miere vyššej rentability vlastného kapitálu ako odvetvie, a i napriek tomu bola hodnota ukazovateľa EVA podniku nižšia. Ako príčinu môžeme uviesť oveľa nižší vlastný kapitál podniku, ako bol v celom stavebnom odvetví.

Ukazovateľ EVA odvetvia sa vyvíja inak než EVA podniku. V sledovanom období dosahovali vyšších hodnôt, pričom došlo jedenkrát k jej nárastu, a to v roku 2009. Vo zvyšných rokoch dochádza takisto k jej poklesu, pričom v rokoch 2010 a 2011 nadobúda záporných hodnôt. Re prevyšovali v tomto období hodnotu ROE. Finančná kríza zasiahla vo veľkej miere stavebný priemysel, čo sa odrazilo na záporných hodnotách ukazovateľa EVA. Odvetvie tak netvorilo hodnotu pre vlastníkov. Obr. 3.20 pre porovnanie prehľadnejšie zobrazuje vývoj ukazovateľa EVA.

Obr.3.20 Vývoj ukazovateľa EVA podniku a odvetvia v rokoch 2007 – 2011 (v tis. Kč.)



4 Zhodnotenie výsledkov

Hodnotenie finančnej výkonnosti spoločnosti Metrostav a.s. bolo uskutočnené pomocou informácií a číselných údajov vo výročných správach podniku za sledované obdobie 2007 – 2011. Tiež boli využité informácie dostupné z finančných analýz Ministerstva priemyslu a obchodu ČR.

Ako prvá bola uskutočnená **vertikálna a horizontálna analýza** súvahy a výkazu zisku a straty za obdobie 2007 – 2011. U aktív spoločnosti bol zaznamenaný rastúci trend, podnik expandoval. Na ich raste sa podstatnou mierou podieľali hlavne obežné aktíva s podielom okolo 70% na celkových aktívach. Najväčšími položkami obežných aktív boli krátkodobé pohľadávky z obchodných vzťahov, ktoré vznikali z nesplatených faktúr od odberateľov spoločnosti a krátkodobý finančný majetok, kde mali najväčšie zastúpenie účty v bankách a cenné papiere a podiely. Na účty v bankách si spoločnosť prevádzala peniaze zo splatených záväzkov a zádržného. Dlhodobý majetok v podniku tvoril menšiu časť z aktív. Pasíva spoločnosti taktiež pravidelne v každom roku rástli, pričom najväčšiu časť z nich tvorili cudzie zdroje, a to krátkodobé záväzky a rezervy podniku. Vlastný kapitál bol o niečo nižší ako cudzí, ale podnik ho k financovaniu svojich potrieb využíval v maximálnej možnej miere. Vývoj EBITu podniku v číslach mal opačný trend, za celé sledované obdobie klesal kvôli znižovaniu finančného výsledku hospodárenia. Bol viditeľný pokles u výnosov z dlhodobého majetku. V roku 2008 sa v ČR začali prejavovať dopady svetovej ekonomickej krízy, ktoré zasiahli i zákazníkov podniku. Dochádzalo ku krachu menších dodávateľských firiem spoločnosti Metrostav a.s., čo následne ovplyvnilo jeho výsledok hospodárenia. Tržby podniku mierne klesali vplyvom obmedzenia prípravy zákaziek, ale vďaka obrovskému množstvu rozostavaných stavieb sa prepad trhu neprejavil na výkonoch.

Využitá bola tiež i pomerová analýza.

V podniku Metrostav a.s. sme zaznamenali vysokú **zadlženosť okolo 70%**. Cudzie zdroje prevyšujú vlastný kapitál o viac ako dvojnásobok. Na zadlženosti sa predovšetkým podieľajú krátkodobé záväzky voči dodávateľom stavebných prác a služieb, preto môžeme hovoriť o zadlženosti voči menším firmám, respektíve voči subdodávateľom. Táto zadlženosť plyní z nesplatených faktúr v rámci realizovaných zákaziek, prípadne z časového rozlíšenia nákladov na nedoručené faktúry. Splatnosť týchto faktúr sa pohybuje v rozmedzí 30 – 90 dní. Ďalšou veľkou položkou cudzích zdrojov je tvorba rezerv. Podnik ale nie je závislý na bankových úveroch, za sledované obdobie disponoval iba jedným

krátkodobým úverom. Metrostav a.s. má široké portfólio stavebných aktivít, pričom najväčší obrat plynie z podzemných a dopravných stavieb. Venuje sa hlavne výstavbe metra, tunelov a železníc svojimi vlastnými technológiami, ktoré neustále zdokonaľuje. V prípade, že by svoju podnikateľskú aktivitu orientoval len na bytové alebo občianske stavby, zadlženosť podniku voči firmám by sa tak zvýšila až na 90%.

I napriek vysokej zadlženosti si firma vedie veľmi dobre. Hoci ako celé stavebníctvo, tak i Metrostav a.s. je v útlme vplyvom finančnej krízy. V súčasnej dobe dochádza k poklesu stavebných prác z dôvodu, že štát disponuje menšími prostriedkami vybranými od občanov, rovnako tak obce i mestá majú menšie rozpočty a stavby na rekonštrukcie čakajú. Štátne čerpanie z európskych dotačných programov nefunguje správne a štát pritom investuje do rôznych dôležitejších odvetví, ako je školstvo, zdravotníctvo, sociálne dávky a iné. Spomenuté dôvody spôsobujú útlm, na jeho existencii sa tiež podieľa i silné konkurenčné prostredie. Podnik Metrostav a.s. sa však zaraduje medzi popredné a veľmi silné firmy, ktorým síce pokleslo množstvo zákaziek, ale i tak sa nachádzajú v obrovských číslach. Aby bol schopný udržať svoj obrat, orientuje sa i na menej ziskové zákazky a zákazky v zahraničí. I keď je v podniku vysoká zadlženosť, všetky svoje zákazky sa snaží s maximálnou mierou financovať vlastnými zdrojmi. Vlastný kapitál firmy sa za sledované obdobie neustále zvyšoval, prispela k tomu skutočnosť, že podnik postupne vyplácal nižšie dividendy, čím sa zvyšoval nerozdelený zisk z predchádzajúcich rokov a taktiež si do svojich fondov odvádzal väčšie peňažné prostriedky. Pre podnik Metrostav a.s. je príznačné, že veľkú časť prostriedkov, ktoré využíval pre svoje účely, získaval zo zádržného po dobu záruky od menších firiem, s ktorými spoločnosť spolupracuje. Metrostav a.s. uzatvára zmluvy so subdodávateľmi, ktorí postavlia časť stavby. Za túto stavbu však dostanú zaplatené len 95% z ceny jeho diela. Zvyšok dostanú až po uplynutí záruky. I takýmto spôsobom podnik financuje vlastné stavebné aktivity, prípadne si časť uloží do banky. V úhrnu sú to nemalé čiastky blížiace sa niekoľkým miliardám. Rovnako si tým zabezpečí i neustálu spoluprácu s dodávateľmi, napríklad pri reklamáciách, alebo je tu možnosť udelenia pokuty za nedodržanie zmluvy.

Celosvetová ekonomická kríza zasiahla celé stavebné odvetvie, ale i samotný podnik. Zhoršujúca situácia ovplyvnila výsledky hospodárenia spoločnosti. Z výročných správ vidíme, že podnik vykazoval v každom roku kladné výsledky hospodárenia, ale čistý zisk v priebehu sledovaného obdobia klesal. Zatiaľ čo v roku 2007 činil 816 050 tis. Kč., v roku 2011 bol čistý zisk 704 454 tis. Kč. Pokles jednotlivých výsledkov hospodárenia sa prejavil i v **oblasti rentability**. U rentability podniku sme zaznamenali pokles súvisiaci

najmä so zníženým množstvom práce, ale i tak ju môžeme zaradiť medzi silné stránky firmy. Rentabilita vlastného kapitálu podniku bola okrem roku 2009 vždy vyššia ako ROE odvetvia, teda vplyv finančnej krízy zasiahol odvetvie pravdepodobne vo väčšej miere ako samotný podnik. U rentability aktív boli hodnoty podniku vyššie ako hodnoty odvetvia len v rokoch 2007 – 2008, pričom u nich sledujeme klesajúci trend.

Ukazovatele aktivity vykazujú primerané hodnoty. Obrat celkových aktív v podniku mierne klesal, podnik tak menej efektívne využíval svoje aktíva. Aj keď sa podmienky na podnikanie v stavebnom priemysle po kríze zhoršili, firma si snažila svoj obrat udržať tým, že sa venovala i menej výnosovým zákazkám. U podniku je dodržané, že doba obratu pohľadávok je kratšia ako doba obratu záväzkov.

Hodnoty **likvidity** hovoria o tom, že podnik nemá problém so splácaním svojich záväzkov. I keď výška záväzkov je pomerne vysoká, tvoria ju predovšetkým nesplatené faktúry voči dodávateľom stavebných prác a služieb, ktoré sú však v lehote splatnosti od 30 do 90 dní. Celková likvidita je v podniku splnená, v každom roku dosahuje hodnôt v stanovenom intervale. U pohotovej likvidity dosahuje podnik i vyšších hodnôt ako určuje vymedzený interval, preto je vhodné investovať prebytočné likvidné prostriedky. Hodnoty okamžitej likvidity v podniku nedosahujú spodnej hranice intervalu, v ktorom by sa mala daná likvidita pohybovať, len v rokoch 2007 – 2008. Podnik mal nízke pohotové peňažné prostriedky, čo mohlo spôsobiť problém s okamžitým splatením záväzkov. Z hľadiska vývoja jednotlivých hodnôt môžeme pozorovať nárast ukazovateľov likvidity založený na raste obežných aktív i raste krátkodobých záväzkov. Dlhodobé záväzky v porovnaní s krátkodobými tvoria iba nepatrnú časť.

Pre hodnotenie finančnej výkonnosti podniku boli tiež použité i **bankrotné a bonitné modely**. Ako zástupca bankrotného modelu bol vybraný index IN05, ktorý je poslednou verziou modifikovaného indexu IN. Podľa výsledkov tohto modelu, ktoré prevyšovali hodnotu 0,6, môžeme s veľkou pravdepodobnosťou povedať, že podnik Metrostav a.s. je zdravá firma vytvárajúca hodnotu pre vlastníkov. Pre porovnanie sme tento model použili i na celé stavebné odvetvie, pričom údaje boli získané z finančných analýz ministerstva priemyslu a obchodu. Podľa vyčíslených hodnôt sme zistili, že podnik dosahuje priaznivejších hodnôt a jeho situácia je lepšia ako v celom odvetví. Pomocou indexu IN05 je možné povedať, že stavebné odvetvie dosahuje stanovenej hodnoty 0,6 iba v rokoch 2009 a 2011, vo zvyšných rokoch sú jeho hodnoty nižšie. Odvetvie sa nachádza v šedej zóne, kde nevytvára hodnotu pre vlastníkov, ale zatiaľ nehrozí ani bankrot. Nižšie hodnoty by však mali upozorniť na danú situáciu. Zástupcom bonitných modelov je

Kralickov Quick – test. Celková situácia podniku podľa tohto modelu dosahuje 3 body a viac, teda podnik môžeme označiť za bonitný, veľmi dobrý. Na základe výsledkov oboch testov môžeme povedať, že podnik Metrostav a.s. je veľmi silná firma s dobrým zázemím. Hoci má obrovskú konkurenciu, podnik je dostatočne konkurencieschopný a dokázal tak čeliť i zhoršeným podmienkam vyvolaných finančnou krízou.

Na finančnú výkonnosť podniku sme sa zamerali prostredníctvom moderného ukazovateľa finančnej výkonnosti, a to **ekonomická pridaná hodnota EVA**. Pomocou vyčíslených hodnôt sme zisťovali, či podnik vytvára hodnotu pre svojich vlastníkov. Podľa tohto ukazovateľa môžeme vidieť, že finančná kríza po roku 2008 zasiahla stavebníctvo Českej republiky. Hodnoty ukazovateľa EVA dosahujú v podniku síce kladných hodnôt, ale pozorujeme u nich pokles. Tento pokles sa zastavil v roku 2010, v nasledujúcom roku hodnota ukazovateľa EVA mierne vzrástla. Je možné, že dochádza v podniku k stabilizácii a v nasledujúcich rokoch i k zlepšeniu situácie. Významný vplyv na fakt, že hodnoty použitého ukazovateľa klesajú, mal hlavne vývoj rentability vlastného kapitálu. Hodnoty ROE prevyšovali hodnoty nákladov na kapitál, tak podnik dosahoval kladných hodnôt ukazovateľa EVA. Ukazovateľ ROE však v čase klesal, preto sme zaznamenali i pokles u ukazovateľa ekonomickej pridanej hodnoty. Rovnako sa na výsledkoch odrazil i pokles čistého zisku a zvýšenie podnikateľského rizika po kríze. Pri porovnaní ukazovateľa EVA podniku s odvetvím sme zistili, že EVA sa v podniku vyvíja omnoho stabilnejšie. V rokoch 2007 – 2009 boli dosiahnuté vyššie hodnoty tohto ukazovateľa v odvetví, pričom v roku 2009 bol i prudký nárast hodnoty EVA. V nasledujúcich rokoch EVA podniku síce naďalej klesala, no bola v kladných hodnotách. V odvetví však tento ukazovateľ nadobúdala až záporných hodnôt.

Moderný ukazovateľ hodnotenia finančnej výkonnosti EVA v podniku klesal, teda hovoríme o jeho negatívnej zmene. Z pyramídového rozkladu, ktorý bol uskutočnený pomocou funkcionálnej i logaritmickej metódy, môžeme vyčítať vplyvy jednotlivých čiastkových ukazovateľov na vrcholový ukazovateľ a taktiež poradiť ich vplyvov. Všetky ukazovatele sa podieľali relatívne vysokým podielom na absolútnej zmene EVA. Najväčší negatívny vplyv, ktorý ešte viac znižoval hodnotu ukazovateľa EVA, mal v priemere Spread, finančná páka, krátkodobý finančný majetok a ukazovateľ $N_{prov.} / \text{Výnosy}$. Naopak najväčší pozitívny vplyv mal ukazovateľ vlastného kapitálu, riziková prirážka charakterizujúca finančnú stabilitu $R_{finstab}$, ukazovateľ EAT/EBIT a zásoby.

Za slabiny podniku by sme mohli určiť jeho vysoké zadlženie. Veľký podiel cudzích zdrojov so sebou prináša obrovské riziká. Ako už bolo spomínané, sú tvorené

predovšetkým nesplatenými faktúrami voči dodávateľom stavebných prác a služieb, prípadne časovým rozlíšením nákladov na nedoručené faktúry. Cudzie zdroje sú vysoko neúmerne voči vlastnému kapitálu, teda i zadlženosť vlastného kapitálu je vysoká. V podniku dochádza k poklesu finančnej páky, ktorá vyjadruje efekt zvyšovania rentability vlastného kapitálu zapojením cudzích zdrojov. Spoločnosť Metrostav a.s. disponuje vysokými cudzími zdrojmi, ktoré sa však k financovaniu svojich aktivít snaží využívať v malej miere, naopak v maximálnej miere využíva vlastný kapitál. Podnik má problém s niektorými ukazovateľmi aktivity. Obrat celkových aktív sa znižuje, podnik tak menej efektívne využíva svoje aktíva. Naopak doba obratu aktív sa zvyšuje, aktíva podniku sa pomalšie menia na tržby.

Na druhej strane môžeme u podniku vyzdvihnúť to, že sa jedná o stabilnú firmu, ktorá nemá za potrebné získavať prostriedky pôžičkami z bánk, teda nevznikajú dodatočné nákladové úroky voči bankám, ale firma si vystačí svojimi vlastnými zdrojmi. Veľkou prednosťou podniku, ktorú je dobré spomenúť je aktívna komunikácia so zákazníkom, seriózna cenová politika a dôsledné dodržiavanie zmluvných podmienok v kombinácii so špičkovou kvalitou stavebných prác. Takto zameranú politiku spoločnosti umožňuje vysoká technologická vyspelosť, finančná stabilita a rozvinutá firemná kultúra.

Odporúčenie pre podnik Metrostav a.s.

Ako už bolo spomínané, momentálne dochádza k poklesu stavebných aktivít a dôsledkom toho sa zhoršuje situácia vo firme. Súčasný stav je však už dlhodobejšieho charakteru a predpokladá sa rovnaký vývoj i naďalej. Na základe toho pravdepodobne dôjde v stavebnom priemysle k zmene štruktúry dopytu po stavebných prácach. Podnik Metrostav a.s. disponuje širokým portfóliom stavebnej výroby, ako dopravné, podzemné, občianske, bytové, priemyslové a iné. Pokiaľ chce zaznamenať vo svojej budúcnosti zlepšenie, mal by sa zamerať hlavne na dopravné a podzemné staviteľstvo, z ktorého plynie momentálne najväčší zisk pre spoločnosť. A tiež sa orientovať na oblasť energeticky úsporných stavieb. Zameranie na výstavbu jadrových elektrární, lokálnych alternatívnych zdrojov, stavieb súvisiacich s meteorologickými zmenami a iné, by mohli priniesť podniku veľké zmeny a tým jeho vývoj odradiť dopredu. Obrovskou príležitosťou pre Metrostav a.s. je už v súčasnosti vypísaná zákazka na dostavbu 3. a 4. bloku jadrovej elektrárne Temelín, o ktorú sa uchádzajú americko-japonská firma Westinghouse, česko-ruské konsorcium Škoda JS, Atomstrojexport a Gidropress. Ďalšieho záujemcu, francúzsku Arevu, ČEZ v októbri minulého roku z výberového konania vyradili. Pre jednu z týchto

firiem, v prípade úspechu na výberovom riadení, by mohol Metrostav a.s. pracovať. Táto zákazka sa bude pohybovať medzi 200 – 300 miliardami Kč., čo by pre spoločnosť predstavovalo obrovskú šancu zlepšiť svoj obrat.

V takýchto prípadoch môže firma využívať i podporu EU v súlade s jej cieľmi. Možné zefektívnenie výroby si však vynúti i zmenu manažérskych prístupov, bude nutné aby firma zaviedla nové technológie a tiež obetovala časť svojich nákladov na zvýšenie kvalifikácie pracovníkov, teda rozvoj ľudských zdrojov. Firma tak môže využiť likvidné prostriedky, ktoré ma na účtoch v bankách. Týmto spôsobom by mohlo dôjsť k miernemu „vyčisteniu“ trhu, slabšie firmy zaniknú, a podnik Metrostav a.s. si zlepši i svoje konkurenčné prostredie. Zvýšiť svoj obrat môže čiastočne i orientáciou na menšie, teda menej ziskové stavby a taktiež i na väčšie množstvo stavebných aktivít v zahraničí, napríklad na Rusko alebo Ukrajinu, kde stúpa dopyt po stavebných prácach.

Pri skúmaní finančnej výkonnosti podniku sme použili i ukazovateľ ekonomická pridaná hodnota. V podniku boli dosiahnuté len kladné hodnoty na rozdiel od odvetvia, kde v posledných rokoch bola EVA záporná. Hodnoty ukazovateľa EVA v podniku však klesali. Pre zlepšenie výsledkov a teda jej nárast by bolo vhodné, aby sa firma zamerala viac na rentabilitu vlastného kapitálu a snažila sa o jej zvýšenie, keďže práve spread mal najvyšší podiel na znížení hodnoty ukazovateľa EVA. Jednou z možností pre maximalizáciu hospodárskeho výsledku odporúčam v úseku obstarávania verejných zákaziek Metrostavom pre subdodávateľské firmy realizujúce dodanie tovaru, služieb a stavebných prác, zabezpečenie transparentnosti a správnosti podmienok verejných súťaží za účelom získania čo najvýhodnejších ponúk na zákazky a tým dosiahnutiu zníženia nákladov firmy a vyšších ziskov. Ako príklad: na výstavbu železobetónovej konštrukcie vytvoriť verejnú súťaž, ktorá bude svojimi stanovenými podmienkami v určených lehotách, prípustná pre široký okruh firiem, ktoré predložia svoje ponuky cien na zákazku, pričom súťaž vyhrá firma predkladajúca najvýhodnejšiu ponuku.

V konečnom dôsledku spoločnosť nie je vystavená finančným rizikám, ale skôr tržným.

5 Záver

Cieľom diplomovej práce bolo posúdiť finančnú výkonnosť spoločnosti Metrostav a.s. za obdobie 2007 – 2011 prostredníctvom tradičných prístupov a pomocou ekonomickej pridanej hodnoty.

Diplomová práca bola rozdelená na päť kapitol, pričom prvú tvoril úvod a poslednú záver práce.

V druhej časti bola popísaná koncepcia finančnej výkonnosti. Ukazovatele slúžiace k hodnoteniu finančnej výkonnosti podniku boli rozdelené na ukazovatele tradičného a moderného prístupu.

V úvode tretej časti bol charakterizovaný profil a história spoločnosti. Následne boli aplikované teoretické poznatky na konkrétny podnik Metrostav a.s. za obdobie 2007 – 2011. Finančná výkonnosť bola zhodnotená pomocou vertikálnej a horizontálnej analýzy, pomerovej analýzy a ekonomickej pridanej hodnoty. Pre jej lepšiu interpretáciu bol uskutočnený i pyramídový rozklad ukazovateľa EVA a citlivosti pyramídového rozkladu. Finančná situácia podniku bola tiež skúmaná i prostredníctvom súhrnných modelov. Z výsledkov analýzy absolútnych ukazovateľov vyplýva, že najväčší podiel na aktívach má obežný majetok, ktorý sa každoročne zvyšuje. Pri analýze pasív bolo zistené, že v spoločnosti Metrostav a.s. prevažujú cudzie zdroje, i keď k financovaniu podnik využíva predovšetkým vlastný kapitál. Na základe tejto analýzy je možné skonštatovať, že dochádzalo k postupnému poklesu výsledku hospodárenia a to z dôvodu poklesu objemu verejných zákaziek. Výsledky ukazovateľov rentability vykazujú klesajúci trend v dôsledku poklesu zisku. U ukazovateľa celkovej zadlženosti pozorujeme vysoké hodnoty, kvôli veľkému podielu cudzích zdrojov. Cudzí kapitál bol však prevažne tvorený nesplatenými faktúrami od dodávateľov stavebných prác a služieb, ktorý spoločnosť až tak nevyužívala k financovaniu svojich potrieb. Aktivita podniku je na dobrej úrovni a ani s likviditou nemá problém. V rokoch 2007 a 2008 má nižšie likvidné prostriedky, preto okamžitá likvidita nespĺnila spodnú hranicu intervalu. V nasledujúcom období však stúpol objem peňažných prostriedkov, ktorý by mal podnik lepšie využiť. Pravidlo solventnosti je splnené. Na základe bankrotných a bonitných modelov môžeme spoločnosť označiť za finančne stabilnú a prosperujúcu, s minimálnym rizikom bankrotu. Pri hodnotení finančnej výkonnosti bol využitý ukazovateľ EVA na bázy zúženého hodnotového rozpätia, a zo zistených výsledkov je zrejmé, že ukazovateľ dosahoval len kladných hodnôt. V sledovanom období však dochádzalo k jeho poklesu. K detailnejšiemu rozboru bol

uskutočnený pyramídový rozklad ukazovateľa EVA pomocou funkcionálnej a logaritmickej metódy, u ktorých sa potvrdili takmer zhodné výsledné vplyvy čiastkových ukazovateľov. Najväčší negatívny vplyv na ukazovateľ EVA mal v priemere Spread, finančná páka, krátkodobý finančný majetok a ukazovateľ $N_{\text{prov.}} / \text{Výnosy}$. Naopak najväčší pozitívny vplyv mal ukazovateľ vlastného kapitálu, riziková prirážka charakterizujúca finančnú stabilitu R_{finstab} , ukazovateľ EAT/EBIT a zásoby.

Štvrtá kapitola bola zameraná na komplexné zhodnotenie finančnej výkonnosti a navrhnutie odporúčaní pre vybranú spoločnosť.

Vznik finančnej krízy mal na stavebný priemysel veľký dopad. Výrazné obmedzenie prípravy zákaziek z verejných rozpočtov i pokračujúce zníženie aktivity súkromných developerov sa podpísalo na celom odvetví stavebníctva a zasiahlo prakticky všetky segmenty stavebného trhu. Najvýraznejšie sa pokles prejavil v bytovej i občianskej výstavbe a najmenej v dopravnom staviteľstve. Najmä vďaka širokému portfóliu rozostavaných stavieb dlhodobého charakteru, predovšetkým infraštruktúrnych, sa prepad trhu zatiaľ neprejavil vo výkonoch spoločnosti Metrostav a.s., ale dochádza k poklesu tržieb. Existencia množstva firiem spôsobuje, že si vypísané zákazky „požierajú“ navzájom. V konečnom dôsledku dochádzalo k poklesu čistého zisku a k miernemu zhoršeniu celkovej situácie. Podnik preto venuje záujem i menej ziskovým zákazkám, aby si udržal svoj obrat. Ani v období 2009 – 2011 nebolo pre stavebné firmy obdobie vzostupu a konsolidácie. Hoci rok 2011 pre vybraný podnik priniesol mierne zlepšenie, predpokladáme že s konsolidáciou môžeme reálne počítať až v roku 2012. Treba brať na vedomie, že dôležitým faktorom pre stabilizáciu nebude len ekonomický rast, ale tiež hlavne podmienky pre podnikanie, súkromné investície nastavené vládou, vytvorenie záväznej koncepcie verejných investícií a prístup ku stavebníctvu. Dôležitá je i podpora štátu v exporte českého know – how do zahraničia.

Na základe použitých metód je možné skonštatovať, že v podniku síce došlo k miernemu poklesu zisku, ale v konečnom dôsledku bola finančná situácia relatívne stabilná v porovnaní s predchádzajúcimi rokmi. Ekonomická kríza sa odrazila na podniku Metrostav a.s., ale vzhľadom k rozvinutosti a sile firmy si udržala popredné miesto medzi stavebnými firmami. Použitím metódy ekonomickej pridanej hodnoty bolo potvrdené, že sa jedná o metódu, ktorú môžeme s úspechom použiť pri výpočte finančnej výkonnosti podniku. I napriek ekonomickému ochladeniu na súkromné i verejné investície, ostane stavebníctvo jedným z najvýznamnejších odvetví českej ekonomiky.

Zoznam použitej literatúry

Knihy:

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [3] GRÜNWALD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [4] HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza firmy*. 1. vyd. Praha: ASPI – Wolters Kluwer, 2007. 208 s. ISBN 978-80-7357-392-8.
- [5] KIESO, Donald. E. ; KIMMEL, Paul D. a Jerry E.J. WEYGANDT. *Financial Accounting: tools for business decision making*. 5th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2009. 717 s. ISBN 978-0-470-23980-3.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [7] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2007. 746 s. ISBN 978-80-7178-903-0.
- [8] MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd., Praha: GRADA Publishing, 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4.
- [9] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přepracované a rozšířené vydání. Praha: EKOPRESS, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [10] NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2004. 216 s. ISBN 80-7265-027-0.
- [11] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 2009. 331 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [12] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2010. 139 s. ISBN 978-80-247-3308-1.

Internetové zdroje:

- [1] AKTUALNĚ. *Američané jasně vedou v tendru na dostavbu Temelína*. [online]. [cit. 30. března. 2013]. Dostupné z:
<http://aktualne.centrum.cz/ekonomika/podnikani/clanek.phtml?id=775032>

- [2] JUSTICE. *Výroční zprávy*. [online]. [cit. 9. prosince. 2012]. Dostupné z:
<https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a20113&klic=kjxn7>

- [3] METROSTAV. *Historie společnosti*. [online]. [cit. 4. března. 2013]. Dostupné z:
<http://www.metrostav.cz/cz/profil/historie>

- [4] METROSTAV. *Profil společnosti*. [online]. [cit. 4. března. 2013]. Dostupné z:
<http://www.metrostav.cz/cz/profil/akcionari>

- [5] METROSTAV. *Základní informace*. [online]. [cit. 5. března. 2013]. Dostupné z:
http://www.metrostav.cz/cz/profil/zakladni_informace/hlavni_zamery_strategie

- [6] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analytické materiály a statistiky*. [online]. [cit. 22. února. 2013]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy>.

Zoznam použitých skratiek

A	Aktíva
Abs.	Absolútna zmena
APM	Arbitrážny model oceňovania
a. s.	Akciová spoločnosť
C	Celkový kapitál
CAPM	Model oceňovania kapitálových aktív
CZ	Cudzie zdroje
ČPK	Čistý pracovný kapitál
ČR	Česká republika
DIV	Dividenda
E	Vlastný kapitál
EAT	Zisk po zdanení (čistý zisk)
EBIT	Zisk pred úrokmi a zdanením
EBT	Zisk pred zdanením
EVA	Ekonomická pridaná hodnota
EMA	Tržná pridaná hodnota
Kč	Korún českých
KZ	Krátkodobé záväzky
L1	Okamžitá likvidita
L2	Pohotová likvidita
L3	Bežná (celková) likvidita
Napr.	Napríklad
NOA	Čisté operatívne aktíva
NOPAT	Zisk z operatívnej činnosti po zdanení
OA	Obežné aktíva
OBL	Obligácie
p. b.	Počet bodov
relat.	Relatívna zmena
r_e	Náklady na vlastný kapitál
r_f	Bezriziková úroková miera
$r_{finstab}$	Riziková prirážka charakterizujúca finančnú stabilitu
r_{LA}	Riziková prirážka charakterizujúca veľkosť podniku

$r_{\text{podnikateľské}}$	Riziková prirážka za podnikateľské riziko
ROA	Rentabilita aktív
ROC	Rentabilita nákladov
ROCE	Rentabilita dlhodobo investovaných zdrojov
ROE	Rentabilita vlastného kapitálu
ROS	Rentabilita tržieb
t	Sadzba dane z príjmu
T	Tržby
U	Nákladové úroky
UZ	Úplatné zdroje
$V1 - V6$	Váhy jednotlivých ukazovateľov
VH	Výsledok hospodárenia
VK	Vlastný kapitál
WACC	Vážené priemerné náklady celkového kapitálu
$WACC_U$	Vážené priemerné náklady kapitálu nezadlženej firmy
XL1	Spodná hranica likvidity priemyslu
XL2	Horná hranica likvidity priemyslu
%	Percento

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

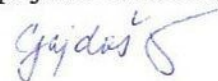
Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26.4.2013

Júlia Gajdošová

jméno a příjmení studenta



Zoznam príloh

- Príloha č. 1** Súvaha spoločnosti Metrostav a.s. v rokoch 2007 – 2011
- Príloha č. 2** Výkaz zisku a straty spoločnosti Metrostav a.s. v rokoch 2007 – 2011
- Príloha č. 3** Výkaz cashflow spoločnosti Metrostav a.s. v rokoch 2007 – 2011
- Príloha č. 4** Horizontálna analýza súvahy v rokoch 2007 – 2011
- Príloha č. 5** Horizontálna analýza výkazu zisku a straty v rokoch 2007 – 2007
- Príloha č. 6** Vertikálna analýza súvahy v rokoch 2007 – 2011
- Príloha č. 7** Vertikálna analýza výkazu zisku a straty v rokoch 2007 – 2011
- Príloha č. 8** Vstupné údaje pre výpočet indexu IN05 odvetvia stavebníctva
- Príloha č. 9** Výpočet nákladov na vlastný kapitál v rokoch 2007 – 2011
- Príloha č. 10** Všeobecný pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity v rokoch 2007 – 2011
- Príloha č. 11** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity funkcionálnou metódou za obdobie 2007 – 2008
- Príloha č. 12** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity funkcionálnou metódou za obdobie 2008 – 2009
- Príloha č. 13** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity funkcionálnou metódou za obdobie 2010 – 2008
- Príloha č. 14** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity funkcionálnou metódou za obdobie 2010 – 2011
- Príloha č. 15** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity logaritmickou metódou za obdobie 2007 – 2008
- Príloha č. 16** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity logaritmickou metódou za obdobie 2008 – 2009
- Príloha č. 17** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity logaritmickou metódou za obdobie 2009 – 2010
- Príloha č. 18** Pyramídový rozklad ukazovateľa EVA-Equity logaritmickou metódou za obdobie 2010 – 2011
- Príloha č. 19** Analýza citlivosti ukazovateľa EVA-Equity za obdobie 2007–2011
- vplyvov pyramídovej sústavy (funkcionálna metóda)
- Príloha č. 20** Analýza citlivosti ukazovateľa EVA-Equity za obdobie 2007–2011
- vplyvov pyramídovej sústavy (logaritmická metóda)

Príloha č. 1 Súvaha spoločnosti Metrostav a.s. v rokoch 2007 – 2011

<i>Súvaha v tis. Kč.</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>	<i>2008</i>	<i>2007</i>
AKTÍVA					
Aktíva celkem	19 250 827	19 243 078	16 112 520	15 535 776	14 107 125
Dlouhodobý majetek	4 386 859	4 318 598	4 111 652	3 929 694	3 542 146
Dlouhodobý nehmotný majetek	11 690	15 957	15 754	11 310	11 121
Software	10 024	14 514	8 801	6 445	9 074
Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	700	47	141	235	330
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	966	1 396	6 812	4 630	1 717
Dlouhodobý hmotný majetek	685 410	614 290	1 214 145	1 331 575	1 392 107
Pozemky	299	10 665	115 584	131 991	123 722
Stavby	8 698	38 545	778 079	780 225	809 913
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	564 471	200 364	216 535	301 263	320 642
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	92 758	101 897	83 817	97 251	112 301
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	15 184	52 547	20 130	17 629	23 394
Poskytnuté zálohy na DHM	4 000	210 272		3 216	2 135
Dlouhodobý finanční majetek	3 689 759	3 688 351	2 881 753	2 586 809	2 138 918
Podíly- ovládaná osoba	2 558 897	2 590 686	1 722 211	1 350 575	1 064 976
Podíly v účetních jednotkách pod podstat. vlivem	1 125 780	1 094 068	1 154 154	1 194 935	1 063 877
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	2 950	2 950	2 950	5 500	5 500
Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	2 132	647	2 438	2 799	4 565
Oběžná aktiva	14 684 990	14 721 792	11 797 000	11 467 443	10 440 911
Zásoby	194 630	115 790	287 600	348 521	872 204
Materiál	40 432	56 949	65 090	127 206	122 306
Nedokončená výroba	142 906	45 309	222 153	189 973	488 337
Zboží	11 255	13 511		25 181	254 708
Poskytnuté zálohy na zásoby	37	21	357	6 161	6 853
Dlouhodobé pohledávky	1 321 569	1 407 391	979 113	1 325 483	1 413 629
Pohledávky z obchodních vztahu	738 096	957 366	694 580	1 135 055	1 259 228
Pohledávky -ovládaná nebo ovládající osoba	125 000	100 240			
Pohledávky za společníky a účastníky sdružení	21 472	21 750	5 005	8 543	4 542
Dlouhodobé poskytnuté zálohy	208	176	66 851	10 920	5 044
Jiné pohledávky	0	542	542	542	600
Odložená daňová pohledávka	436 793	327 317	212 135	170 423	144 215
Krátkodobé pohledávky	7 244 348	5 436 371	5 473 765	5 713 473	5 282 554
Pohledávky z obchodních vztahu	5 874 770	4 016 873	4 435 209	5 093 441	4 781 727
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	604 081	505 936	276 053	38 000	10 000
Pohledávky - podstatný vliv	1 933	14 433	12 500	12 500	
Pohledávky za společníky a účastníky sdružení	103 069	116 880	197 361	65 179	27 602
Stát - daňové pohledávky	459 138	268 599	102 644	159 973	148 762
Krátkodobé poskytnuté zálohy	60 452	136 939	116 176	149 023	209 874
Dohadné účty aktivní	115 170	342 643	240 654	165 141	10 454
Jiné pohledávky	25 735	34 068	93 168	30 216	94 135

Krátkodobý finanční majetek	5 924 443	7 762 240	5 056 522	4 079 966	2 872 524
Peníze	1 094	820	1 238	714	806
Účty v bankách	4 729 542	3 023 630	736 601	639 624	342 824
Krátkodobé cenné papíry a podíly	1 193 807	4 737 790	4 318 683	3 439 628	2 528 894
Časové rozlišení	178 978	202 688	203 868	138 639	124 068
Náklady příštích období	164 571	196 853	180 024	133 753	72 799
Komplexní náklady příštích období	0	141	282	424	399
Příjmy příštích období	14 407	5 694	23 562	4 462	50 870
PASIVA					
Pasiva celkem	19 250 827	19 243 078	16 112 520	15 535 776	14 107 125
Vlastní kapitál	6 202 444	5 640 195	5 145 682	4 660 460	3 903 248
Základní kapitál	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
Základní kapitál	790 667	790 667	790 667	790 667	790 667
Kapitálové fondy	164 455	128 578	173 897	229 540	105 105
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazku	164 455	128 578	173 897	229 540	105 105
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
Zákonní rezervní fond	159 481	159 481	159 481	159 481	159 481
Výsledek hospodaření minulých let	4 383 387	3 847 259	3 303 034	2 668 901	2 031 945
Nerozdělený zisk minulých let	4 383 387	3 847 259	3 303 034	2 668 901	2 031 945
Zisk běžného účetního období	704 454	714 210	718 603	811 871	816 050
Cizí zdroje	12 287 568	13 088 507	10 405 147	10 381 320	9 692 903
Rezervy	2 162 101	1 923 354	1 351 391	1 069 185	986 351
Rezervy podle zvláštních právních předpisů	242 900	87 353	64 622	43 523	30 027
Rezerva na daň z příjmu	0	87 236	22 062		
Ostatní rezervy	1 919 201	1 748 765	1 264 707	1 025 662	956 324
Dlouhodobé závazky	1 768 147	1 877 747	1 778 601	1 974 552	1 762 793
Závazky z obchodních vztahů	1 733 703	1 822 691	1 622 662	1 767 338	1 626 760
Závazky ke společníkům a k účastníkům sdružení	10 430	8 454	6 941	5 244	3 233
Dlouhodobé přijaté zálohy	23 461	46 049	147 166	200 000	132 800
Jiné závazky	553	553	1 832	1 970	
krátkodobé závazky	8 357 320	9 287 406	7 275 155	7 337 583	6 883 759
Závazky z obchodních vztahů	6 943 585	7 495 496	5 512 725	5 992 121	5 194 215
Závazky ke společníkům a k účastníkům sdružení	175 862	228 627	254 873	180 025	238 751
Závazky k zaměstnancům	107 900	100 931	90 905	106 382	99 933
Závazky ze soc. zabezpečení a zdravotního pojištění	56 837	57 045	48 837	50 721	56 784
Stát - daňové závazky a dotace	18 780	18 759	16 580	18 490	21 173
Krátkodobé přijaté zálohy	289 848	358 376	526 372	226 224	368 632
Dohadné účty pasivní	749 477	1 026 310	777 881	759 566	868 594
Jiné závazky	15 021	1 862	46 982	4 054	35 677
Časové rozlišení	760 815	514 376	561 691	493 996	510 974
Výdaje příštích období	216 018	199 468	100 017	165 411	185 268
Výnosy příštích období	544 797	314 908	461 674	328 585	325 706

Príloha č. 2 Výkaz zisku a straty spoločnosti Metrostav a.s. v rokoch 2007 – 2011

<i>VZZ v tis. Kč</i>	<i>2011</i>	<i>2010</i>	<i>2009</i>	<i>2008</i>	<i>2007</i>
Tržby za prodej zboží	0	1 843	16		56
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	1 831	12		55
Obchodní marže	0	12	4		1
Výkony	21 674 888	21 135 621	22 240 937	22 667 232	21 780 243
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	21 491 000	21 238 855	22 169 089	22 777 798	21 980 435
Změna stavu zásob vlastní činnosti	104 992	-181 915	26 166	-146 382	-231 817
Aktivace	78 896	78 681	45 682	35 816	31 625
Výkonová spotřeba	17 753 354	17 186 615	18 623 088	19 244 091	18 315 651
Spotřeba materiálu a energie	15 217 541	14 731 983	16 242 868	16 715 026	15 946 823
Služby	2 535 813	2 454 632	2 380 220	2 529 065	2 368 828
Přidaná hodnota	3 921 534	3 949 018	3 617 853	3 423 141	3 464 593
Osobní náklady	2 271 797	2 141 156	2 093 194	2 362 363	2 302 332
Mzdové náklady	1 654 328	1 559 781	1 537 163	1 752 969	1 661 472
Odměny členům orgánu a společnosti	9 120	8 795	8 040	7 920	7 980
Náklady na soc. zabezpečení a zdr. pojištění	521 605	489 587	482 981	526 563	561 795
Sociální náklady	86 744	82 993	65 010	74 911	71 085
Dane a poplatky	16 321	14 304	20 947	15 886	22 352
Odpisy DHNM	277 092	133 105	189 042	194 814	196 672
Tržby z prodeje DM a materiálu	96 847	124 474	162 944	103 494	201 543
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	45 125	3 835	15 899	24 147	14 725
Tržby z prodeje materiálu	51 722	120 639	147 045	79 347	186 818
Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	88 344	107 126	150 034	75 208	184 900
Zůstatková cena prodaného DM	39 322	1 633	3 948	5 588	8 241
Prodaný materiál	49 022	105 493	146 086	69 620	176 659
Zvýšení/snížení rezerv a opravných položek v provozní oblasti	384 447	586 735	314 920	133 098	126 628
Ostatní provozní výnosy	137 527	136 764	122 325	289 151	238 870
Ostatní provozní náklady	261 233	272 680	196 137	200 756	226 928
Provozní výsledek hospodaření	856 674	955 150	938 848	833 661	845 194
Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	0	1 500	536 865	833	7 375
Prodané cenné papíry a podíly	0	376	428 779	5 520	-
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	84 440	64 293	34 058	116 622	241 711
Výnosy z podílu v ovládaných osobách a v účetních jednotkách pod vlastním vlivem	84 440	64 293	34 058	116 622	241 711
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	7 598	0	0	0	913
Zvýšení/ snížení rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	46 141	107 960	100 000	-5 000	
Výnosové úroky	43 464	42 453	45 768	75 008	35 914
Nákladové úroky	1 333	27 658	5 303	1 741	3 781
Ostatní finanční výnosy	39 576	86 764	52 904	112 113	51 611
Ostatní finanční náklady	112 055	106 993	125 385	120 044	113 991
Finanční výsledek hospodaření	353	-47 977	10 128	190 634	217 926
Daň z příjmu za běžnou činnost	152 573	192 963	230 373	212 424	247 070
-splatná	261 585	314 373	264 329	230 024	244 715

-odložená	-109 012	-121 410	-33 956	-17 600	2 355
Zisk za běžnou činnost (EAT)	704 454	714 210	718 603	811 871	816 050
Zisk za účetní období	704 454	714 210	718 603	811 871	816 050
Zisk před zdaněním (EBT)	857 027	907 173	948 976	1 024 295	1 063 120
EBIT	858 360	934 831	954 279	1 026 036	1 066 901

Príloha č. 3 Výkaz cashflow spoločnosti Metrostav a.s. v rokoch 2007 – 2011

<i>Cashflow (v tis. Kč)</i>	<i>2 011</i>	<i>2 010</i>	<i>2 009</i>	<i>2 008</i>	<i>2 007</i>
Peněžní toky z provozní činnosti					
Účetní zisk (+) z běžné činnosti před zdaněním	857 027	907 173	948 976	1 024 295	1 063 120
Úpravy o nepeněžní operace					45 174
Odpis stálých aktiv	277 092	133 105	189 042	194 814	196 672
Změna stavu opravných položek a rezerv	362 442	712 462	418 634	162 796	128 830
Zisk (-) / ztráta (+) z prodeje stálých aktiv	-5 803	-3 326	-120 037	-13 871	-6 484
Výnosy z dividend a podílu na zisku	-84 440	-64 293	-34 058	-116 622	-241 711
Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	-42 131	-14 795	-40 465	-73 268	-32 133
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a změnami pracov. Kap.	1 364 187	1 670 326	1 362 092	1 178 144	1 108 294
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu					309 635
Změna stavu pohledávek a přechodných účtu aktiv	-1 372 896	-127 466	736 377	-395 896	248 983
Změna stavu KZ a přechodných účtu pasiv	-788 751	2 148 396	-267 314	739 786	-196 877
Změna stavu zásob	-82 325	162 194	48 912	294 004	257 529
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	-879 785	3 853 450	1 880 067	1 816 038	1 417 929
Úroky vyplacené	-1 333	-27 658	-5 303	-1 741	-3 781
Úroky přijaté	43 464	42 453	45 768	75 008	35 914
Zaplacená daň z příjmu za běžnou činnost	-447 522	-262 170	-161 046	-228 447	-343 059
Přijaté dividendy a podíly na zisku	84 440	64 293	34 058	116 622	241 711
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-1 200 736	3 670 368	1 793 544	1 777 480	1 348 714
Peněžní toky z investiční činnosti					
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-389 204	-456 225	-430 091	-202 435	-125 148
Příjmy z prodeje stálých aktiv	45 125	5 335	30 999	9 879	14 725
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	-110 404	-332 057	-238 053	-40 500	20 400
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-454 483	-782 947	-637 145	-233 056	-90 023
Peněžní toky z finanční činnosti					
Změna stavu vlastního kapit. Z titulu výplaty div. a tantiém	-182 578	-181 703	-179 843	-276 982	-556 497
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-182 578	-181 703	-179 843	-336 982	-616 497
Čisté zvýšení / snížení peněžních prostředku a peněžních ekvivalentu	-1 837 797	2 705 718	976 556	1 207 442	642 194
Stav peněžních prostředku a peněžních ekvivalentu na počátku roku	7 762 240	5 056 522	4 079 966	2 872 524	2 230 330
Stav peněžních prostředku a peněžních ekvivalentu na konci roku	5 924 443	7 762 240	5 056 522	4 079 966	2 872 524

Príloha č. 4 Horizontálna analýza súvahy v rokoch 2007 – 2011

<i>Aktíva</i>	<i>Relatívna zmena %</i>				<i>Absolútna zmena v tis. Kč</i>			
	2007/ 2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2007/ 2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Aktíva cel.	10,13%	3,71%	19,43%	0,04%	1428651,0	576744,00	3130558,0	7749,00
Dlh. aktíva	10,94%	4,63%	5,03%	1,58%	387548,00	181958,00	206946,00	68261,00
DNM	1,70%	39,29%	1,29%	-26,74%	189,00	4444,00	203,00	-4267,00
DHM	-4,35%	-8,82%	-49,41%	11,58%	-60532,00	-117430,0	-599855,00	71120,00
DFM	20,94%	11,40%	27,99%	0,04%	447891,00	294944,00	806598,00	1408,00
Krátkodobé aktíva	9,83%	2,87%	24,79%	-0,25%	1026532,0	329557,00	2924792,0	-36802,00
Zásoby	-60,04%	-17,48%	-59,74%	68,09%	-523683,00	-60921,00	-171810,00	78840,00
Cel. pohľadávky	5,12%	-8,33%	6,06%	25,16%	342773,00	-586078,0	390884,00	1722155,00
KFM	42,03%	23,94%	53,51%	-23,68%	1207442,0	976556,00	2705718,0	-1837797,0

<i>Pasíva</i>	<i>Relatívna zmena %</i>				<i>Absolútna zmena v tis. Kč</i>			
	2007/ 2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2007/ 2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Pasíva cel.	10,13%	3,71%	19,43%	0,04%	1428651,00	576744,00	3130558,00	7749,00
VK	19,40%	10,41%	9,61%	9,97%	757212,00	485222,00	494513,00	562249,0
Základný kapitál	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00	0,00	0,00	0,00
Fondy	47,03%	-14,30%	-13,59%	12,45%	124435,00	-55643,00	-45319,00	35877,00
VH bežného účtovného obdobia	-0,51%	-11,49%	-0,61%	-1,37%	-4179,00	-93268,00	-4393,00	-9756,00
VH minulých rokov	31,35%	23,76%	16,48%	13,94%	636956,00	634133,00	544225,00	536128,0
Cudzí zdroje	7,10%	0,23%	25,79%	-6,12%	688417,00	23827,00	2683360,00	-800939
Dlh. záväzky	12,01%	-9,92%	5,57%	-5,84%	211759,00	-195951,0	99146,00	-109600
Krát. záväzky	6,59%	-0,85%	27,66%	-10,01%	453824,00	-62428,00	2012251,00	-930086

Príloha č. 5 Horizontálna analýza výkazu zisku a straty v rokoch 2007 – 2007

Výnosy	Relatívna zmena %				Absolútna zmena v tis. Kč.			
	2007/ 2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2007/ 2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Tržby	3,63%	-2,67%	-4,20%	1,19%	797363,00	-608709,00	-930234,00	252145,00
Ostat. provozné výnosy	21,05%	-57,70%	11,80%	0,56%	50281,00	-166826,00	14439,00	763,00
Finančné výnosy cel.:	-7,03%	113,97%	-70,88%	-14,12%	-23672,00	356656,00	-474585,00	-27530,00
Úrokové výnosy	108,85%	-38,98%	-7,24%	2,38%	39094,00	-29240,00	-3315,00	1011,00
Ostat.finančné výnosy	117,23%	53,97%	64,00%	-54,39%	60502,00	-59209,00	33860,00	-47188,00

Náklady	Relatívna zmena %				Absolútna zmena v tis. Kč.			
	2007/ 2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2007/ 2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011
Náklady celkom	4,55%	-0,45%	-7,01%	2,58%	973002,98	-101680,00	-1560302,00	533176,0
Výkonová spotreba	5,07%	-3,23%	-7,71%	3,30%	928440,00	-621003,00	-1436473,00	566739,0
Osobné náklady	2,61%	-11,39%	2,29%	6,10%	60031,00	-269169,00	47962,00	130641,0
Ostat. provozné náklady	-11,53%	-2,30%	39,03%	-4,20%	-26172,00	-4619,00	76543,00	-11447,0
Úrokové náklady	-53,95%	204,60%	421,55%	-95,18%	-2040,00	3562,00	22355,00	-26325,0
Ostat.finančné náklady	5,31%	4,45%	-14,67%	4,73%	6053,00	5341,00	-18392,00	5062,00
Daň z príjmu za bež. činnosť	-14,02%	8,45%	-16,24%	-20,93%	-34646,00	17949,00	-37410,00	-40390,0
Odpisy majetku	-0,94%	-2,96%	-29,59%	108,18%	-1858,00	-5772,00	-55937,00	143987,0

Príloha č. 6 Vertikálna analýza súvahy v rokoch 2007 – 2011

	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
Aktíva celkom	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Dlhodobé aktíva	25,11%	25,29%	25,52%	22,44%	22,79%
Dlhodobý nehmotný majetok	0,08%	0,07%	0,10%	0,08%	0,06%
Dlhodobý hmotný majetok	9,87%	8,57%	7,54%	3,19%	3,56%
Dlhodobý finančný majetok	15,16%	16,65%	17,89%	19,17%	19,17%
Krátkodobé aktíva	74,01%	73,81%	73,22%	76,50%	76,28%
Zásoby	6,18%	2,24%	1,78%	0,60%	1,01%
Celkové pohľadávky	47,47%	45,31%	40,05%	35,56%	44,50%
Krátkodobý finančný majetok	20,36%	26,26%	31,38%	40,34%	30,78%

	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
Pasíva celkom	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Vlastný kapitál	27,67%	30,00%	31,94%	29,31%	32,22%
Základný kapitál	5,60%	5,09%	4,91%	4,11%	4,11%
Fondy	1,88%	2,50%	2,07%	1,50%	1,68%
VH minulých rokov	14,40%	17,18%	20,50%	19,99%	22,77%
VH bež. hospodárskeho obdobia	5,78%	5,23%	4,46%	3,71%	3,66%
Cudzie zdroje	68,71%	66,82%	64,58%	68,02%	63,83%
Dlhodobé záväzky	12,50%	12,71%	11,04%	9,76%	9,18%
Krátkodobé záväzky	48,80%	47,23%	45,15%	48,26%	43,41%

Príloha č. 7 Vertikálna analýza výkazu zisku a straty v rokoch 2007 – 2011

	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
Tržby	97,44%	97,45%	95,57%	98,36%	97,35%
Ostatné provozné výnosy	1,07%	1,25%	0,53%	0,63%	0,62%
<i>Finančné výnosy celkom:</i>	1,51%	1,36%	2,89%	0,90%	0,76%
<i>Úrokové výnosy</i>	0,16%	0,33%	0,20%	0,20%	0,20%
<i>Ostatné finančné výnosy</i>	0,23%	0,49%	0,23%	0,40%	0,18%
Výnosy celkom	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
Náklady celkom	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Výkonová spotreba	85,69%	86,11%	83,71%	83,08%	83,66%
Osobné náklady	10,77%	10,57%	9,41%	10,35%	10,71%
Ostatné provozné náklady	1,06%	0,90%	0,88%	1,32%	1,23%
<i>Úrokové náklady</i>	0,02%	0,01%	0,02%	0,13%	0,01%
<i>Ostatné finančné náklady</i>	0,53%	0,54%	0,56%	0,52%	0,53%
Odpisy majetku	0,92%	0,87%	0,85%	0,64%	1,31%

Príloha č. 8 Vstupné údaje pre výpočet indexu IN05 odvetvia stavebníctva

<i>v tis. Kč.</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>
<i>A</i>	176 019 653	191 768 032	171 602 001	227 295 023	217 497 262
<i>CZ</i>	121 111 656	122 325 327	106 269 227	138 440 828	129 745 419
<i>EBIT</i>	11 599 397	12 311 802	16 290 886	14 124 721	10 299 653
<i>U</i>	1 776 903	1 057 190	760 304	772 783	365 115
<i>T</i>	234 635 808	235 189 857	223 204 168	214 719 368	193 368 680
<i>OA</i>	130 602 835	131 191 821	125 470 690	156 907 272	145 915 011
<i>KCZ</i>	92 373 895	89 287 346	72 662 603	84 696 804	75 680 605

Príloha č. 9 Výpočet nákladov na vlastný kapitál v rokoch 2007 – 2011

Bezriziková úroková miera R_f

Položka/Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Bezriziková R_f	4,28%	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%

Riziková prirážka R_{LA}

Položka v tis. Kč./ Rok	2007	2008	2009	2010	2011
Vlastný kapitál	3903248	4660460	5145682	5640195	6202444
Bankové úvery (kr. + dl.)	60000	0	0	0	0
Úplatné zdroje (UZ)	3963248	4660460	5145682	5640195	6202444
R_{LA}	0%	0%	0%	0%	0%

Riziková prirážka $R_{podnikateľské}$

Položka/ Rok	2007	2008	2009	2010	2011
UZ (v tis. Kč.)	3963248	4660460	5145682	5640195	6202444
A (v tis. Kč.)	14 107 125	15 535 776	16 112 520	19 243 078	19 250 827
Ú (v tis. Kč.)	3781	1741	5303	27658	1333
UZ/A	0,28093945	0,299982441	0,319359231	0,293102538	0,322191041
Ú/BU	0,06301667	0	0	0	0
EBIT	858360	934831	954279	1026036	858360
EBIT/A (ROA)	0,06084585	0,060172791	0,059225931	0,053319744	0,044588214
X1	0,01770387	0	0	0	0
ROA > 0 a zároveň	ROA > X1	ROA > X1	ROA > X1	ROA > X1	ROA > X1
$R_{podnikateľské}$	2,94%	3,38%	3,07%	3,54%	3,57%

Riziková prirážka $R_{finstab}$

Položka/ Rok	2007	2008	2009	2010	2011
OA (v tis. Kč)	10440911	11467443	11797000	14721792	14684990
KZ (v tis. Kč.)	6883759	7337583	7275155	9287406	8357320
Celková likvidita	1,51674557	1,562836563	1,621546208	1,585134967	1,757141045
L3	1,5036396	1,562836563	1,621546208	1,585134967	1,757141045
XL1	1	1	1	1	1
XL2	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
$R_{finstab}$	4,41%	3,90%	3,43%	3,72%	2,45%

Riziková prirážka R_{finstr} (WACC podľa MM I)

Položka / Rok	2007	2008	2009	2010	2011
R_f	4,28%	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%
R_{LA}	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
$R_{podnikatelské}$	2,94%	3,38%	3,07%	3,54%	3,57%
$R_{finstab}$	4,41%	3,90%	3,43%	3,72%	2,45%
WACC U	11,63%	11,83%	11,17%	10,97%	9,53%

(Výpočet R_E)

Položka/ Rok	2007	2008	2009	2010	2011
WACC U	0,11632	0,11833	0,11170	0,10970	0,09533
UZ/A	0,280939	0,299982	0,319359	0,293103	0,322191
t	24,00%	21,00%	20,00%	19,00%	19,00%
R_f	0,0428	0,0455	0,0467	0,0371	0,0351
CZ/Z	0,76760	0,79261	0,75724	0,78729	0,82197
$(UZ/A) - (VK/A)$	0,00425317	0	0	0	0
VK/A	0,27668628	0,299982441	0,319359231	0,293102538	0,322191041
R_E	0,11760457	0,118334458	0,1116969362	0,109699024	0,095326197

(Výpočet R_{finstr})

Položka/ Rok	2007	2008	2009	2010	2011
WACC U	0,11632	0,11833	0,11170	0,10970	0,09533
R_E	0,1176046	0,11833445	0,1116969	0,1096990	0,0953262
R_{finstr}	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%

 R_E

Položka / Rok	2007	2008	2009	2010	2011
R_F	4,28%	4,55%	4,67%	3,71%	3,51%
R_{LA}	0%	0%	0%	0%	0%
$R_{podnikatelske}$	2,94%	3,38%	3,07%	3,54%	3,57%
$R_{finstab}$	4,41%	3,90%	3,43%	3,72%	2,45%
R_{finstr}	0,13%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
R_E	11,76%	11,83%	11,17%	10,97%	9,53%

WACC

Položka/ Rok	2007	2008	2009	2010	2011
CZ	9 692 903	10 381 320	10 405 147	13 088 507	12 287 568
cz/A	0,68709273	0,668220242	0,645780238	0,680167	0,638287799
t	24%	21%	20%	19%	19%
WACC U	0,11632	0,11833	0,11170	0,10970	0,09533
WACC	0,09713983	0,101729027	0,097270601	0,095522429	0,083765543

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

[illegible]

Príloha č. 19 Analýza citlivosti ukazovateľa EVA-Equity za obdobie 2007–2011
- vplyvov pyramídovej sústavy (funkcionálna metóda)

EVA pri zmenách faktoru A/VK o parameter α

α		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
A/VK								
2007-2008		-61 246,76	-62 902,08	-64 557,40	-66 212,72	-67 868,04	-69 523,35	-71 178,67
2008-2009		-44 384,22	-45 583,79	-46 783,37	-47 982,94	-49 182,51	-50 382,09	-51 581,66
2009-2010		57 198,22	58 744,12	60 290,02	61 835,92	63 381,82	64 927,71	66 473,61
2010-2011		-62 241,65	-63 923,85	-65 606,06	-67 288,26	-68 970,47	-70 652,68	-72 334,88
2007-2008	EVA absol.	-91666,24	-93321,56	-94976,88	-96 632,20	-98 287,52	-99 942,83	-101 598,15
	EVA relat.	-5,14%	-3,43%	-1,71%	0,00%	1,71%	3,43%	5,14%
2008-2009	EVA absol.	-112 933,19	-114 132,76	-115 332,33	-116 531,91	-117 731,48	-118 931,05	-120 130,63
	EVA relat.	-3,09%	-2,06%	-1,03%	0,00%	1,03%	2,06%	3,09%
2009-2010	EVA absol.	-52 997,66	-51 451,77	-49 905,87	-48 359,97	-46 814,07	-45 268,17	-43 722,28
	EVA relat.	9,59%	6,39%	3,20%	0,00%	-3,20%	-6,39%	-9,59%
2010-2011	EVA absol.	22 759,11	21 076,90	19 394,69	17 712,49	16 030,28	14 348,07	12 665,87
	EVA relat.	28,49%	18,99%	9,50%	0,00%	-9,50%	-18,99%	-28,49%

EVA pri zmenách faktoru E o parameter α

α		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
VK								
2007-2008		51 598,09	52 992,64	54 387,18	55 781,72	57 176,27	58 570,81	59 965,35
2008-2009		18 811,45	19 319,86	19 828,28	20 336,70	20 845,12	21 353,53	21 861,95
2009-2010		10 265,59	10 543,04	10 820,49	11 097,93	11 375,38	11 652,83	11 930,28
2010-2011		9 148,27	9 395,52	9 642,77	9 890,02	10 137,27	10 384,52	10 631,77
2007-2008	EVA absol.	-100 815,83	-99 421,28	-98 026,74	-96 632,20	-95 237,66	-93 843,11	-92 448,57
	EVA relat.	4,33%	2,89%	1,44%	0,00%	-1,44%	-2,89%	-4,33%
2008-2009	EVA absol.	-118 057,16	-117 548,74	-117 040,32	-116 531,91	-116 023,49	-115 515,07	-115 006,65
	EVA relat.	1,31%	0,87%	0,44%	0,00%	-0,44%	-0,87%	-1,31%
2009-2010	EVA absol.	-49 192,31	-48 914,87	-48 637,42	-48 359,97	-48 082,52	-47 805,07	-47 527,62
	EVA relat.	1,72%	1,15%	0,57%	0,00%	-0,57%	-1,15%	-1,72%
2010-2011	EVA absol.	16 970,74	17 217,99	17 465,24	17 712,49	17 959,74	18 206,99	18 454,24
	EVA relat.	-4,19%	-2,79%	-1,40%	0,00%	1,40%	2,79%	4,19%

EVA pri zmenách faktoru Re o parameter α

α		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
Re	2007-2008	-2 890,87	-2 969,00	-3 047,13	-3 125,27	-3 203,40	-3 281,53	-3 359,66
	2008-2009	30 103,42	30 917,03	31 730,63	32 544,24	33 357,85	34 171,45	34 985,06
	2009-2010	9 966,52	10 235,89	10 505,25	10 774,62	11 043,99	11 313,35	11 582,72
	2010-2011	78 723,14	80 850,79	82 978,45	85 106,10	87 233,75	89 361,40	91 489,06
2007-2008	EVA absol.	-96 397,80	-96 475,94	-96 554,07	-96 632,20	-96 710,33	-96 788,46	-96 866,59
	EVA relat.	-0,24%	-0,16%	-0,08%	0,00%	0,08%	0,16%	0,24%
2008-2009	EVA absol.	-118 972,72	-118 159,12	-117 345,51	-116 531,91	-115 718,30	-114 904,69	-114 091,09
	EVA relat.	2,09%	1,40%	0,70%	0,00%	-0,70%	-1,40%	-2,09%
2009-2010	EVA absol.	-49 168,07	-48 898,70	-48 629,34	-48 359,97	-48 090,60	-47 821,24	-47 551,87
	EVA relat.	1,67%	1,11%	0,56%	0,00%	-0,56%	-1,11%	-1,67%
2010-2011	EVA absol.	11 329,53	13 457,18	15 584,83	17 712,49	19 840,14	21 967,79	24 095,44
	EVA relat.	-36,04%	-24,02%	-12,01%	0,00%	12,01%	24,02%	36,04%

EVA pri zmenách faktoru V/A o parameter α

α		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
V/A	2007-2008	-46 144,53	-47 391,68	-48 638,83	-49 885,98	-51 133,13	-52 380,28	-53 627,43
	2008-2009	-31 214,56	-32 058,20	-32 901,83	-33 745,47	-34 589,11	-35 432,74	-36 276,38
	2009-2010	-165 917,42	-170 401,68	-174 885,93	-179 370,19	-183 854,44	-188 338,70	-192 822,95
	2010-2011	14 304,83	14 691,45	15 078,07	15 464,69	15 851,30	16 237,92	16 624,54
2007-2008	EVA absol.	-92 890,75	-94 137,90	-95 385,05	-96 632,20	-97 879,35	-99 126,50	-100 373,65
	EVA relat.	-3,87%	-2,58%	-1,29%	0,00%	1,29%	2,58%	3,87%
2008-2009	EVA absol.	-114 001,00	-114 844,63	-115 688,27	-116 531,91	-117 375,54	-118 219,18	-119 062,82
	EVA relat.	-2,17%	-1,45%	-0,72%	0,00%	0,72%	1,45%	2,17%
2009-2010	EVA absol.	-34 907,21	-39 391,46	-43 875,72	-48 359,97	-52 844,22	-57 328,48	-61 812,73
	EVA relat.	-27,82%	-18,55%	-9,27%	0,00%	9,27%	18,55%	27,82%
2010-2011	EVA absol.	16 552,64	16 939,25	17 325,87	17 712,49	18 099,10	18 485,72	18 872,34
	EVA relat.	-6,55%	-4,37%	-2,18%	0,00%	2,18%	4,37%	6,55%

EVA pri zmenách faktoru EBIT/V o parameter α

EBIT/V \ α		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2007-2008		-56 445,31	-57 970,86	-59 496,41	-61 021,96	-62 547,51	-64 073,06	-65 598,61
2008-2009		-45 977,85	-47 220,49	-48 463,14	-49 705,78	-50 948,43	-52 191,07	-53 433,72
2009-2010		34 120,45	35 042,63	35 964,80	36 886,98	37 809,15	38 731,33	39 653,50
2010-2011		-70 711,55	-72 622,68	-74 533,80	-76 444,92	-78 356,05	-80 267,17	-82 178,29
2007-2008	EVA absol.	-92 055,55	-93 581,10	-95 106,65	-96 632,20	-98 157,75	-99 683,30	-101 208,85
	EVA relat.	-4,74%	-3,16%	-1,58%	0,00%	1,58%	3,16%	4,74%
2008-2009	EVA absol.	-112 803,97	-114 046,62	-115 289,26	-116 531,91	-117 774,55	-119 017,19	-120 259,84
	EVA relat.	-3,20%	-2,13%	-1,07%	0,00%	1,07%	2,13%	3,20%
2009-2010	EVA absol.	-51 126,49	-50 204,32	-49 282,14	-48 359,97	-47 437,80	-46 515,62	-45 593,45
	EVA relat.	5,72%	3,81%	1,91%	0,00%	-1,91%	-3,81%	-5,72%
2010-2011	EVA absol.	23 445,86	21 534,73	19 623,61	17 712,49	15 801,36	13 890,24	11 979,12
	EVA relat.	32,37%	21,58%	10,79%	0,00%	-10,79%	-21,58%	-32,37%

Príloha č. 20 Analýza citlivosti ukazovateľa EVA-Equity za obdobie 2007–2011
- vplyvov pyramídovej sústavy (logaritmickej metóda)

EVA pri zmenách faktoru A/VK o parameter α

α A/VK		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2007-2008		-60 587,52	-62 225,02	-63 862,52	-65 500,02	-67 137,52	-68 775,02	-70 412,52
2008-2009		-44 080,69	-45 272,06	-46 463,43	-47 654,80	-48 846,17	-50 037,54	-51 228,91
2009-2010		56 678,98	58 210,84	59 742,71	61 274,57	62 806,44	64 338,30	65 870,17
2010-2011		-62 174,12	-63 854,50	-65 534,88	-67 215,27	-68 895,65	-70 576,03	-72 256,41
2007-2008	EVA absol.	-91719,70	-93357,20	-94994,70	-96 632,20	-98 269,70	-99 907,20	-101 544,70
	EVA relat.	-5,08%	-3,39%	-1,69%	0,00%	1,69%	3,39%	5,08%
2008-2009	EVA absol.	-112 957,80	-114 149,17	-115 340,54	-116 531,91	-117 723,28	-118 914,65	-120 106,02
	EVA relat.	-3,07%	-2,04%	-1,02%	0,00%	1,02%	2,04%	3,07%
2009-2010	EVA absol.	-52 955,56	-51 423,70	-49 891,83	-48 359,97	-46 828,11	-45 296,24	-43 764,38
	EVA relat.	9,50%	6,34%	3,17%	0,00%	-3,17%	-6,34%	-9,50%
2010-2011	EVA absol.	22 753,63	21 073,25	19 392,87	17 712,49	16 032,11	14 351,72	12 671,34
	EVA relat.	28,46%	18,97%	9,49%	0,00%	-9,49%	-18,97%	-28,46%

EVA pri zmenách faktoru E o parameter α

α VK		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2007-2008		50 211,91	51 568,98	52 926,06	54 283,14	55 640,22	56 997,30	58 354,38
2008-2009		17 991,74	18 478,00	18 964,26	19 450,53	19 936,79	20 423,05	20 909,32
2009-2010		10 017,33	10 288,06	10 558,80	10 829,54	11 100,28	11 371,02	11 641,76
2010-2011		9 149,41	9 396,69	9 643,97	9 891,25	10 138,53	10 385,82	10 633,10
2007-2008	EVA absol.	-100 703,43	-99 346,36	-97 989,28	-96 632,20	-95 275,12	-93 918,04	-92 560,96
	EVA relat.	4,21%	2,81%	1,40%	0,00%	-1,40%	-2,81%	-4,21%
2008-2009	EVA absol.	-117 990,70	-117 504,43	-117 018,17	-116 531,91	-116 045,64	-115 559,38	-115 073,12
	EVA relat.	1,25%	0,83%	0,42%	0,00%	-0,42%	-0,83%	-1,25%
2009-2010	EVA absol.	-49 172,19	-48 901,45	-48 630,71	-48 359,97	-48 089,23	-47 818,49	-47 547,75
	EVA relat.	1,68%	1,12%	0,56%	0,00%	-0,56%	-1,12%	-1,68%
2010-2011	EVA absol.	16 970,64	17 217,92	17 465,21	17 712,49	17 959,77	18 207,05	18 454,33
	EVA relat.	-4,19%	-2,79%	-1,40%	0,00%	1,40%	2,79%	4,19%

EVA pri zmenách faktoru R_e o parameter α

α		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
R_e								
2007-2008		-2 862,45	-2 939,81	-3 017,17	-3 094,54	-3 171,90	-3 249,26	-3 326,63
2008-2009		29 908,51	30 716,85	31 525,19	32 333,53	33 141,87	33 950,21	34 758,54
2009-2010		9 921,54	10 189,68	10 457,83	10 725,98	10 994,13	11 262,28	11 530,43
2010-2011		78 710,76	80 838,08	82 965,39	85 092,71	87 220,03	89 347,35	91 474,66
2007-2008	EVA absol.	-96 400,11	-96 477,47	-96 554,83	-96 632,20	-96 709,56	-96 786,93	-96 864,29
	EVA relat.	-0,24%	-0,16%	-0,08%	0,00%	0,08%	0,16%	0,24%
2008-2009	EVA absol.	-118 956,92	-118 148,58	-117 340,24	-116 531,91	-115 723,57	-114 915,23	-114 106,89
	EVA relat.	2,08%	1,39%	0,69%	0,00%	-0,69%	-1,39%	-2,08%
2009-2010	EVA absol.	-49 164,42	-48 896,27	-48 628,12	-48 359,97	-48 091,82	-47 823,67	-47 555,52
	EVA relat.	1,66%	1,11%	0,55%	0,00%	-0,55%	-1,11%	-1,66%
2010-2011	EVA absol.	11 330,53	13 457,85	15 585,17	17 712,49	19 839,80	21 967,12	24 094,44
	EVA relat.	-36,03%	-24,02%	-12,01%	0,00%	12,01%	24,02%	36,03%

EVA pri zmenách faktoru V/A o parameter α

α		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
V/A								
2007-2008		-45 681,90	-46 916,55	-48 151,20	-49 385,84	-50 620,49	-51 855,13	-53 089,78
2008-2009		-31 024,05	-31 862,54	-32 701,03	-33 539,52	-34 378,01	-35 216,49	-36 054,98
2009-2010		-164 581,62	-169 029,77	-173 477,92	-177 926,07	-182 374,22	-186 822,38	-191 270,53
2010-2011		14 271,65	14 657,38	15 043,10	15 428,82	15 814,54	16 200,26	16 585,98
2007-2008	EVA absol.	-92 928,26	-94 162,91	-95 397,55	-96 632,20	-97 866,84	-99 101,49	-100 336,14
	EVA relat.	-3,83%	-2,56%	-1,28%	0,00%	1,28%	2,56%	3,83%
2008-2009	EVA absol.	-114 016,44	-114 854,93	-115 693,42	-116 531,91	-117 370,39	-118 208,88	-119 047,37
	EVA relat.	-2,16%	-1,44%	-0,72%	0,00%	0,72%	1,44%	2,16%
2009-2010	EVA absol.	-35 015,51	-39 463,67	-43 911,82	-48 359,97	-52 808,12	-57 256,27	-61 704,43
	EVA relat.	-27,59%	-18,40%	-9,20%	0,00%	9,20%	18,40%	27,59%
2010-2011	EVA absol.	16 555,33	16 941,05	17 326,77	17 712,49	18 098,21	18 483,93	18 869,65
	EVA relat.	-6,53%	-4,36%	-2,18%	0,00%	2,18%	4,36%	6,53%

EVA pri zmenách faktoru EBIT/V o parameter α

α EBIT/V		-7,50%	-5%	-2,50%	0%	2,50%	5%	7,50%
2007-2008		-55 888,00	-57 398,49	-58 908,97	-60 419,46	-61 929,94	-63 440,43	-64 950,92
2008-2009		-45 705,89	-46 941,18	-48 176,48	-49 411,77	-50 647,07	-51 882,36	-53 117,66
2009-2010		33 679,07	34 589,32	35 499,56	36 409,81	37 320,05	38 230,30	39 140,54
2010-2011		-70 612,65	-72 521,10	-74 429,55	-76 338,00	-78 246,45	-80 154,90	-82 063,35
2007-2008	EVA absol.	-92 100,74	-93 611,23	-95 121,71	-96 632,20	-98 142,68	-99 653,17	-101 163,66
	EVA relat.	-4,69%	-3,13%	-1,56%	0,00%	1,56%	3,13%	4,69%
2008-2009	EVA absol.	-112 826,02	-114 061,32	-115 296,61	-116 531,91	-117 767,20	-119 002,49	-120 237,79
	EVA relat.	-3,18%	-2,12%	-1,06%	0,00%	1,06%	2,12%	3,18%
2009-2010	EVA absol.	-51 090,71	-50 180,46	-49 270,21	-48 359,97	-47 449,72	-46 539,48	-45 629,23
	EVA relat.	5,65%	3,76%	1,88%	0,00%	-1,88%	-3,76%	-5,65%
2010-2011	EVA absol.	23 437,84	21 529,39	19 620,94	17 712,49	15 804,04	13 895,59	11 987,14
	EVA relat.	32,32%	21,55%	10,77%	0,00%	-10,77%	-21,55%	-32,32%